



EUROPOS CENTRINIS BANKAS

EUROSISTEMA

# Ekonomikos biuletenis

2024 / 6



# Turinys

|   |           |
|---|-----------|
| <b>Turinys</b>  | <b>1</b>  |
| <b>Ekonominės, finansinės ir pinigų aplinkos raida</b>  | <b>3</b>  |
| Apžvalga  | 3         |
| 1 Išorės aplinka  | 9         |
| 2 Ekonominis aktyvumas  | 15        |
| 3 Kainos ir sąnaudos  | 23        |
| 4 Finansų rinkų raida   | 30        |
| 5 Finansavimo sąlygos ir kredito raida  | 36        |
| 6 Fiskalinė raida   | 42        |
| <b>Intarpai</b>   | <b>45</b> |
| 1 Darbo našumo augimas euro zonoje ir JAV: trumpalaikiai ir ilgalaikiai pokyčiai  | 45        |
| 2 Gamtinio kapitalo apskaita vertinant euro zonos ekonomikos aktyvumą   | 50        |
| 3 Kodėl euro zonos namų ūkiuose vis dar vyrauja niūrios nuotaikos ir kokį poveikį tai turi privačiajam vartojimui   | 55        |
| 4 Pagrindinių įmonių apklausos apie darbo rinkos tendencijas ir naudojamąsi generatyviniu DI rezultatai   | 59        |
| 5 Naujausi darbo užmokesčio pokyčiai ir darbo užmokesčio atotrūkio vaidmuo  | 64        |
| 6 Likvidumo sąlygos ir pinigų politikos operacijos nuo 2024 m. balandžio 17 d. iki liepos 23 d.   | 70        |
| 7 Pinigų ir paskolų rinkų raida euro zonoje ir palyginimas su JAV   | 76        |
| <b>Straipsniai*</b>   | <b>85</b> |
| 1 <i>Past and future challenges for the external competitiveness of the euro area</i><br>Euro zonos išorės konkurencingumo praeities ir ateities iššūkiai |           |
| 2 <i>Economic and financial impacts of nature degradation and biodiversity loss</i>   |           |

Gamtos būklės blogėjimo ir biologinės įvairovės nykimo  
ekonominis ir finansinis poveikis

**Statistika**

**S1**

\*Žr. [ECB interneto svetainėje](#)

# Ekonominės, finansinės ir pinigų aplinkos raida

## Apžvalga

2024 m. rugsėjo 12 d. posėdyje Valdančioji taryba nusprendė 25 baziniais punktais sumažinti palūkanų normą už naudojimąsi indėlių galimybe. Tai palūkanų norma, kuria Valdančioji taryba nustato savo pinigų politikos kryptį. Atsižvelgiant į Valdančiosios tarybos naujausią infliacijos perspektyvos, bazinės infliacijos dinamikos ir pinigų politikos poveikio perdavimo stiprumo vertinimą, buvo tikslinga žengti dar vieną ribojamosios pinigų politikos švelninimo žingsnį.

Naujausi infliacijos duomenys iš esmės atitiko lūkesčius, o 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozės patvirtina ankstesnį infliacijos perspektyvos vertinimą. Ekspertų vertinimu, 2024 m. bendroji infliacija vidutiniškai bus 2,5 %, 2025 m. – 2,2 %, o 2026 m. – 1,9 %, kaip ir buvo nustatyta 2024 birželio mėn. Eurosistemos makroekonominėse prognozėse. Numatoma, kad šių metų antrąją pusę infliacija vėl padidės, iš dalies dėl to, kad, apskaičiuojant metinį infliacijos lygį, nebebus atsižvelgiama į ankstesnius staigius energijos kainų kritimus. Kitų metų antrąjį pusmetį infliacija turėtų mažėti ir artėti iki Valdančiosios tarybos siekiamo lygio. Grynosios infliacijos prognozės 2024 ir 2025 m. buvo šiek tiek padidintos, kadangi paslaugų kainų lygis buvo didesnis, nei tikėtasi. Tačiau ECB ekspertai ir toliau numato, kad grynoji infliacija sparčiai mažės – nuo 2,9 % (šiaisiais metais) iki 2,3 % (2025 m.) ir 2,0 % (2026 m.).

Vidaus infliacija tebėra didelė, nes darbo užmokestis vis dar sparčiai kyla. Kita vertus, slūgsta darbo sąnaudų spaudimas, o pelnas iš dalies slopina didesnio darbo užmokesčio poveikį infliacijai. Finansavimo sąlygos vis dar yra griežtos, o ekonominis aktyvumas tebėra vangus dėl mažo privačiojo vartojimo ir investicijų. ECB ekspertai prognozuoja, kad 2024 m. ekonomika augs 0,8 %, 2025 m. augimas paspartės iki 1,3 %, o 2026 m. – 1,5 %. Palyginti su birželio mėn. prognozėmis, dabar numatomas truputį lėtesnis augimas, daugiausia dėl numatomo mažesnio vidaus paklausos poveikio kelis ateinančius ketvirčius.

Valdančioji taryba yra pasiryžusi užtikrinti, kad infliacija laiku grįžtų į tikslinį 2 % vidutiniu laikotarpiu lygį. Pinigų politikos palūkanų normas ji palaikys pakankamai ribojančio lygio tol, kol tai bus reikalinga, kad būtų pasiektas šis tikslas. Valdančioji taryba sprendimus dėl tinkamo ribojimo lygio bei trukmės ir toliau priims per kiekvieną posėdį atskirai, vadovaudamasi gaunamais duomenimis. Valdančiosios tarybos sprendimai dėl palūkanų normų priklausys nuo to, kaip ji vertins infliacijos perspektyvą, atsižvelgdama į gaunamus ekonominius ir finansinius duomenis, bazinės infliacijos dinamiką ir pinigų politikos poveikio perdavimo stiprumą. Valdančioji taryba nėra iš anksto įsipareigojusi laikytis kokios nors konkrečios palūkanų normų raidos krypties.

## Ekonominis aktyvumas

Antrąjį ketvirtį ekonomika augo 0,2 % (pirmąjį ketvirtį – 0,3 %) ir šis augimas buvo mažesnis, nei numatyta 2024 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse. Augimą labiausiai skatino grynasis eksportas ir valdžios sektoriaus išlaidos. Kadangi namų ūkiai vartojo mažiau, privati vidaus paklausa sumažėjo. Įmonės apkarpė verslo investicijas, sumažėjo ir investicijos į būstą. Paslaugų sektorius augimą skatino, tačiau pramonės ir statybos sektorių indėlis buvo neigiamas. Remiantis apklausų rodikliais, ekonomikos atsigavimas ir toliau susiduria su tam tikrais sunkumais.

Darbo rinka tebėra atspari. Liepos mėn. nedarbo lygis iš esmės nepakito ir buvo 6,4 %. Užimtumo augimas antrąjį ketvirtį sulėtėjo iki 0,2 % (pirmąjį ketvirtį – 0,3 %). Naujausi apklausų duomenys rodo, kad darbo jėgos paklausa toliau mažėjo, o laisvų darbo vietų lygis priartėjo prie ikipandeminio lygio.

Naujausi rodikliai rodo, kad trumpuoju laikotarpiu ekonomika ir toliau augs, tik lėčiau, nei numatyta 2024 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse. Realiosios disponuojamosios pajamos, palaikomos spartaus darbo užmokesčio kilimo, turėtų didėti toliau. Kartu su didėjančiu pasitikėjimu tai paspartintų vartojimo skatinamą ekonomikos atsigavimą. Tiesa, vartojimo duodamas impulsas yra šiek tiek silpnėsnis, nei numatyta birželio mėn. prognozėse, nes gaunami duomenys ir naujausios apklausos rodo, kad vartotojų pasitikėjimas tebėra menkas, o namų ūkių noras kaupti santaupas – padidėjęs. Iš naujausių verslo investicijų duomenų taip pat matyti, kad ekonomikos augimo tempas sulėtėjęs. Nepaisant to, vidaus paklausą skatins tai, kad silpnės anksčiau vykdyto pinigų politikos griežtinimo poveikis ir toliau švelnės finansavimo sąlygos. Tai atitinka rinkos lūkesčius dėl būsimos palūkanų normų raidos. Be to, dėl prognozuojamo užsienio paklausos didėjimo galima tikėtis palankių euro zonos eksporto perspektyvų. Vertinama, kad darbo rinka tebėra atspari, o nedarbo lygis turėtų išlikti istoriškai žemo lygio. Numatoma, kad, atslūgus kai kuriems cikliniams veiksniams, pastaruoju metu mažinusiems darbo našumo augimą, prognozių laikotarpiu darbo našumas padidės. Bendrai tikimasi, kad 2024 m. vidutinis metinis realiojo BVP augimas sudarys 0,8 %, 2025 m. pasieks 1,3 %, o 2026 m. – 1,5 %. Palyginti su 2024 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, BVP augimo prognozė kiekvieniems prognozių laikotarpio metams šiek tiek sumažinta.

Fiskalinės ir struktūrinės politikos priemonėmis turėtų būti siekiama užtikrinti, kad ekonomika būtų našesnė ir konkurencingesnė, o tai padėtų didinti potencialų ekonomikos augimą ir mažinti kainų spaudimą vidutiniu laikotarpiu. Mario Draghi ataskaitoje apie Europos konkurencingumo ateitį ir Enrico Letta ataskaitoje apie bendrosios rinkos įgalinimą pabrėžiama būtinybė neatidėliojant vykdyti reformą ir pateikiama konkrečių pasiūlymų, kaip tai padaryti. Jei ES peržiūrėta ekonomikos valdymo sistema bus įgyvendinama visapusiškai, skaidriai ir neatidėliojant, šalių vyriausybės ilgainiui galės sumažinti savo biudžeto deficitą ir skolos rodiklius. Vyriausybės jau dabar turėtų žengti ryžtingus žingsnius šia kryptimi rengdamos savo vidutinės trukmės fiskalinės ir struktūrinės politikos planus.

## Infliacija

Pagal išankstinį Eurostato įvertį, rugpjūčio mėn. metinė infliacija sumažėjo iki 2,2 % (liepos mėn. buvo 2,6 %). Energijos kainos mažėjo 3,0 % metiniu tempu, o praėjusį mėnesį – padidėjo 1,2 %. Rugpjūčio mėn. maisto produktų kainų lygis pakilo tik šiek tiek – iki 2,4 %. Prekių kainų lygis ir paslaugų kainų lygis kito priešingomis kryptimis. Prekių brangimas buvo mažesnis – 0,4 % (liepos mėn. – 0,7 %), o paslaugos brango 4,2 % (prieš tai – 4,0 %).

Dauguma bazinės infliacijos rodiklių liepos mėn. iš esmės nepakito. Dėl darbo užmokesčio didelio spaudimo kainoms vidaus infliacija sumažėjo tik truputį – nuo 4,5 % (birželio mėn.) iki 4,4 %. Atsižvelgiant į tai, kad kai kuriose šalyse svarbų vaidmenį atlieka vienkartinės išmokos, o darbo užmokestis koreguojamas iš lėto, tikėtina, kad sutartas darbo užmokestis ir toliau kils nedaug ir nepastoviai. Kartu lėtėja bendras darbo sąnaudų augimas. Antrąjį ketvirtį atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo tempas dar kartą, jau ketvirtą kartą iš eilės, sumažėjo – iki 4,3 %, o ECB ekspertai numato, kad kitais metais jis ir vėl gerokai mažės. Nepaisant vangiai kylančio darbo našumo, antrąjį ketvirtį vienetinės darbo sąnaudos didėjo lėčiau – 4,6 % (pirmąjį ketvirtį – 5,2 % tempu). ECB ekspertai numato, kad prognozių laikotarpiu, lėčiau kylant darbo užmokesčiui ir atsigausiant darbo našumui, vienetinių darbo sąnaudų augimas slops. Be to, pelnas ir toliau iš dalies kompensuoja padidėjusių darbo sąnaudų infliacinį poveikį.

Dezinfliacijos procesą turėtų palaikyti mažtantis darbo sąnaudų spaudimas ir tai, kad pamažu pradedamas justis anksčiau vykdyto pinigų politikos griežtinimo poveikis vartotojų kainoms. Dauguma ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių rodiklių yra apie 2 % dydžio. Nuo 2024 m. liepos 18 d. vykusio Valdandžioji tarybos posėdžio šio lygio link sumažėjo ir rinkos duomenimis pagrįsti rodikliai.

Prognozuojama, kad pastaruoju metu sumažėjusi bendroji infliacija, šių metų paskutinį ketvirtį šiek tiek padidės, o iki 2025 m. pabaigos ir toliau mažės, pasiekdama tikslinį infliacijos lygį. Trumpuoju laikotarpiu numatomas padidėjimas daugiausia susijęs su energijos bazės efektais. Vidutiniu laikotarpiu, atsižvelgiant į rinkos lūkesčius dėl energijos žaliavų ir didmeninių kainų kitimo ateityje ir planuojamas su klimato kaita susijusias fiskalines priemones, energijos infliacija turėtų nusistovėti ties nedideliais teigiamais rodikliais. Pastaraisiais ketvirčiais maisto produktų kainos kilo daug mažiau, nes, nukritus energijos ir maisto prekių kainoms, mažėjo anksčiau tiekimo grandinėse susidaręs infliacinis spaudimas. Numatoma, kad maisto produktų kainų kilimas iš esmės svyruos, o nuo 2025 m. pabaigos toliau mažės. Infliacija, neįskaitant maisto produktų ir energijos, beveik visą prognozių laikotarpį turėtų būti didesnė už bendrąją infliaciją, bet ir toliau krypti dezinfliacijos link. Pastaraisiais mėnesiais paslaugų kainos tebeaugo sparčiai. Tačiau vėliau vis dar tikimasi laipsniško jų mažėjimo, nes mažiau didės darbo užmokestis ir mažės kitas kainų spaudimas, o užsitęsęs ankstesnio pinigų politikos griežtinimo poveikis ir toliau persiduos vartotojų kainoms. Pastaraisiais ketvirčiais sparčiai augęs nominalusis darbo užmokestis, pradėjo lėtėti ir lėtėja labiau, nei buvo prognozuota anksčiau. Tikimasi, kad ateinančiais metais darbo užmokesčio augimas ir toliau po truputį mažės, nes infliacijos kompensavimo spaudimas įtemptomis darbo rinkos

sąlygomis ir toliau slops. Sparčiau didėjantis darbo našumas turėtų mažinti darbo sąnaudų spaudimą. Be to, pelnas auga pastebimai lėčiau ir iš dalies sušvelnins darbo sąnaudų poveikio perdavimą kainoms, ypač trumpuoju laikotarpiu. Apskritai 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozėse numatoma, kad vidutinė metinė bendroji infliacija mažės nuo 5,4 % (2023 m.) iki vidutiniškai 2,5 % (2024 m.), 2,2 % (2025 m.) ir 1,9 % (2026 m.). Palyginti su 2024 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, bendrosios infliacijos prognozė nepakeista. Pastaraisiais mėnesiais infliacija, neįskaitant energijos ir maisto produktų, netikėtai šiek tiek didėjo, todėl patikslinus 2024 ir 2025 m. prognozes, ji šiek tiek padidinta.

## Rizikos vertinimas

Ekonomikos augimo perspektyva vis dar siejama su lėtesnio augimo rizika. Euro zonos ekonomikos augimą slopinčių ir euro zonos eksporto paklausa, sumažėjusi dėl lėčiau augančios pasaulio ekonomikos arba didėjančios prekybos santykių tarp pagrindinių ekonomikų įtampos. Nepateisinamas Rusijos karas prieš Ukrainą ir tragiškas konfliktas Artimuosiuose Rytuose yra pagrindiniai geopolitinės rizikos šaltiniai. Jie gali lemti tai, kad įmonės ir namų ūkiai taps mažiau užtikrinti dėl ateities ir bus sutrikdyta pasaulinė prekyba. Ekonomikos augimas taip pat būtų mažesnis, jei uždelstas pinigų politikos griežtinimo poveikis pasirodytų esąs stipresnis, nei tikėtasi. Ekonomika augtų sparčiau, jei infliacija sumažėtų greičiau, nei tikėtasi, ir, didėjant pasitikėjimui bei realiosioms pajamoms, išlaidos išaugtų labiau, nei numatyta, arba jei labiau, nei tikėtasi, augtų pasaulio ekonomika.

Infliacija gali būti didesnė, nei numatyta, jei darbo užmokestis ar pelnas kiltų daugiau, nei numatyta. Didesnės infliacijos riziką kelia ir išaugusi geopolitinė įtampa, artimiausiu laikotarpiu galinti padidinti energijos kainas bei krovinių pervežimo išlaidas ir sutrikdyti pasaulinę prekybą. Be to, maisto kainas gali didinti ekstremalūs meteorologiniai reiškiniai ir platesniu mastu stiprėjanti klimato krizė. Ir atvirkščiai, jei pinigų politika paklausa slopins labiau, nei tikėtasi, arba jei ekonominės sąlygos kitose pasaulio dalyse netikėtai pablogės, infliacija gali sumažėti.

## Finansų ir pinigų aplinkos raida

Nuo 2024 m. liepos 18 d. vykusio Valdančiosios tarybos posėdžio rinkos palūkanų normos gerokai sumažėjo, daugiausia dėl lėtesnio pasaulinio augimo perspektyvos ir atslūgusio nerimo dėl spaudimo infliacijai. Dėl vasarą pasaulio rinkose tvyrojusios įtampos laikinai buvo sugriežtintos finansavimo sąlygos rizikingesniuose rinkos segmentuose.

Apskritai, finansavimo sąnaudos tebėra ribojančios, nes Valdančiosios tarybos anksčiau didintos pinigų politikos palūkanų normos toliau veikia pinigų politikos poveikio perdavimo grandinę. Liepos mėn. vidutinės naujų paskolų įmonėms ir būsto paskolų palūkanų normos tebebuvo didelės – atitinkamai 5,1 ir 3,8 %.



Esant nedidelei paklausai, toliau fiksuojamas vangus kredito augimas. Bankų skolinimo įmonėms metinis augimo tempas liepos mėn. buvo 0,6 %, t. y. šiek tiek lėtesnis nei birželio mėn., o paskolų namų ūkiams metinis augimo tempas padidėjo iki 0,5 %. Liepos mėn. pinigų junginio P3 augimo tempas buvo 2,3 % (toks pat kaip birželio mėn.).

## Sprendimai dėl pinigų politikos

2024 m. rugsėjo 12 d. vykusiam posėdyje Valdančioji taryba nusprendė palūkanų normą už naudojimąsi indėlių galimybe sumažinti 25 baziniais punktais. Tai palūkanų norma, kuria Valdančioji taryba nustato savo pinigų politikos kryptį. Be to, kaip buvo iš anksto skelbta 2024 m. kovo 13 d. atlikus operacinės sistemos peržiūrą, nustatytas 15 bazinių punktų skirtumas tarp pagrindinių refinansavimo operacijų palūkanų normos ir palūkanų normos už naudojimąsi indėlių galimybe. Skirtumas tarp palūkanų normos už naudojimąsi ribinio skolinimosi galimybe ir pagrindinių refinansavimo operacijų palūkanų normos nesikeitė ir buvo 25 baziniai punktai. Atitinkamai palūkanų norma už naudojimąsi indėlių galimybe buvo sumažinta iki 3,50 %. Pagrindinių refinansavimo operacijų palūkanų norma ir palūkanų norma už naudojimąsi ribinio skolinimosi galimybe buvo sumažintos iki atitinkamai 3,65 ir 3,90 %. Šie pakeitimai įsigaliojo 2024 m. rugsėjo 18 d.

Turto pirkimo programos portfelis mažėja nustatytu ir numatomu tempu, nes Eurosistema daugiau nereinvestuoja pagrindinių sumų, gautų iš vertybinių popierių, suėjus jų terminui.

Eurosistema nebereinvestuoja visų pagrindinių sumų, gautų iš pagal specialiąją pandeminę pirkimo programą (SPPP) įsigytų vertybinių popierių išpirkimo, suėjus jų terminui. Taip SPPP portfelis mažinamas po vidutiniškai 7,5 mlrd. eurų per mėnesį. Valdančioji taryba ketina nutraukti reinvesticijas pagal SPPP 2024 m. pabaigoje.

Valdančioji taryba ir toliau laikysis lankstumo principo reinvestuojant sumas, gautas iš pagal SPPP įsigytų vertybinių popierių išpirkimo, suėjus jų terminui, kad sumažintų su pandemija susijusią riziką pinigų politikos poveikio perdavimo mechanizmu.

Bankams gražinant per tikslines ilgesnės trukmės refinansavimo operacijas pasiskolintas lėšas, Valdančioji taryba reguliariai vertins, kokį poveikį tikslinės skolinimo operacijos ir pagal jas pasiskolintų sumų gražinimas daro jos pinigų politikos pozicijai.

## Išvada

Valdančioji taryba yra pasiryžusi užtikrinti, kad infliacija laiku grįžtų į tikslinį 2 % vidutiniu laikotarpiu lygį. Pinigų politikos palūkanų normas ji palaikys pakankamai ribojančio lygio tol, kol tai bus reikalinga, kad būtų pasiektas šis tikslas. Valdančioji taryba sprendimus dėl tinkamo ribojimo lygio bei trukmės ir toliau priims per kiekvieną posėdį atskirai, vadovaudamasi gaunamais duomenimis. Valdančiosios tarybos sprendimai dėl palūkanų normų priklausys nuo to, kaip ji vertins infliacijos



perspektyvą, atsižvelgdama į gaunamus ekonominius ir finansinius duomenis, bazinės infliacijos dinamiką ir pinigų politikos poveikio perdavimo stiprumą. Valdančioji taryba nėra iš anksto įsipareigojusi laikytis konkrečios palūkanų normų raidos krypties.

Bet kokių atveju Valdančioji taryba yra pasirengusi koreguoti visas pagal jos įgaliojimus turimas priemones, kad vidutiniu laikotarpiu infliacija grįžtų į siekiamą lygį, ir užtikrinti sklandų pinigų politikos poveikio perdavimą.

## 1 Išorės aplinka

*2024 m. antrąjį ketvirtį pasaulio ekonomika augo stabiliai, taip pat prognozuojama, kad augs ir trečiąjį ketvirtį. Tačiau, remiantis gaunamaisiais duomenimis, galima teigti, kad gamyba lėtėja, o pinigų politika vis dar yra ribojamojo pobūdžio. Šie signalai kartu su išaugusia geopolitine įtampa ir nestabilumu finansų rinkose rodo, kad artimiausiu laikotarpiu augimą veikiančys nepalankūs veiksniai gali suintensyvėti. 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zoni, palyginti su 2024 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, pasaulio ekonomikos augimo ir infliacijos prognozės yra iš esmės nepakeistos. Prognozuojama, kad pasaulinė prekyba atsigaus šiais metais ir augs kartu su vėlesniu pasauliniu aktyvumu. 2024 m. pasaulinė prekyba buvo šiek tiek padidinta, atsižvelgiant į geresnius antrojo ketvirčio rezultatus, tačiau rugsėjo mėn. prognozėse pateikta trumpojo laikotarpio perspektyva rodo, kad antrąjį ketvirtį stebėtas spartus augimas nebus ilgalaikis. Tikimasi, kad prognozių laikotarpiu infliacija pagrindinėse išsivysčiusios ekonomikos ir besiformuojančios rinkos ekonomikos šalyse iš lėto mažės.*

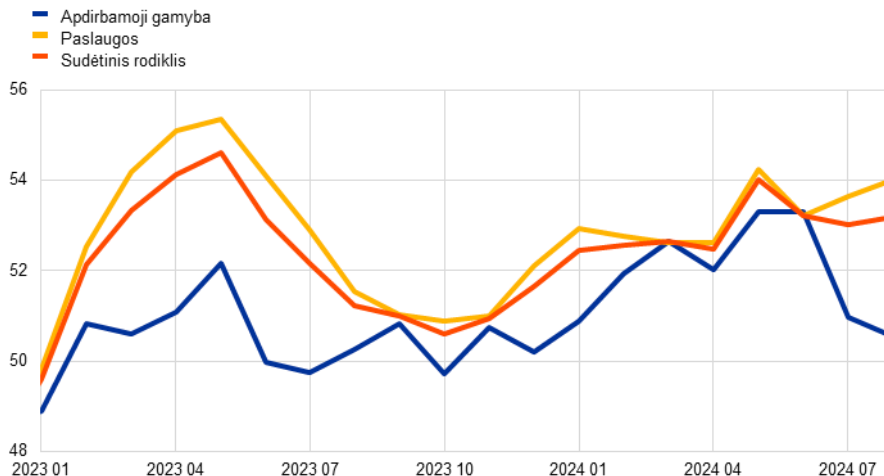
**Pasaulio ekonomikos augimo tempas ir toliau yra teigiamas, tačiau artimiausiu metu gali sustiprėti nepalankūs veiksniai.** Pasaulio (neįskaitant euro zonos) sudėtinis produkcijos pirkimo vadybininkų indeksas (PVI) rugpjūčio mėn. padidėjo iki 53,2 (liepos mėn. buvo – 53,0). Tai palaikė didesnis nei vidutinis paslaugų sektoriaus produkcijos indeksas, o apdirbamosios gamybos sektoriaus produkcija sumažėjo ir tik vos viršijo neutralią ribą (žr. 1 pav.)<sup>1</sup>. Šis sumažėjimas rodė, kad rugpjūčio mėn. labai sulėtėjo apdirbamosios gamybos sektoriaus veikla JAV, o apdirbamosios gamybos apimtis Kinijoje rugpjūčio mėn. šiek tiek padidėjo po stipraus smukimo ankstesnį mėn. Remiantis gaunamaisiais kokybiniais ir kiekybiniais duomenimis, pasaulio apdirbamosios gamybos ciklas lėtėja dėl vis dar ribojamosios pinigų politikos ir nuosaikaus darbo užmokesčio augimo. Šie signalai kartu su išaugusia geopolitine įtampa ir pastaruoju metu pasaulio finansų rinkose fiksuotu nestabilumu rodo, kad pasaulinį augimą veikiančys nepalankūs veiksniai ateityje gali sustiprėti. Apskaičiuota, kad antrąjį ketvirtį pasaulio BVP padidėjo 0,7 %, t. y. didėjo šiek tiek mažesniu tempu nei pirmąjį ketvirtį. Nepaisant to, jis vis dar atitiko birželio mėn. Eurosistemos ekspertų prognozes, taip pat tikimasi, kad jis bus stabilus ir trečiąjį ketvirtį.

<sup>1</sup> Atsižvelgiant į tai, kad šiame skirsnyje daugiausia dėmesio skiriama euro zonos išorės aplinkos pokyčiams, visos nuorodos į pasaulio ir (arba) visuotinius suvestinius ekonominius rodiklius neapima euro zonos.

## 1 pav.

### Pasaulio šalių apdirbamosios gamybos produkcija, remiantis PVI

(pasiskirstymo indeksai)



Šaltiniai: S&P Global Market Intelligence ir ECB ekspertų skaičiavimai.  
Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn.

### Prognozuojama, kad pasaulio ekonomikos augimas bus nuosaikus ir iš esmės nepasikeis, palyginti su birželio mėn. prognozėmis.

Prognozuojama, kad 2023 m. išaugęs 3,5 %, 2024 ir 2025 m. realusis BVP turėtų padidėti 3,4 %, o 2026 m. – 3,3 %. Šis nedidelis augimo sulėtėjimas prognozių laikotarpiu rodo nykstančių palankių veiksnių poveikį vartojimo išlaidoms esant vis dar ribojamosios pinigų politikos pozicijai pirmaisiais prognozių laikotarpio metais, padidėjusiai geopolitinei įtampai ir neapibrėžtumui dėl ekonominės politikos. Palyginti su birželio mėn. prognozėmis, pasaulinio realiojo BVP augimo prognozė padidinta 0,1 procentinio punkto prognozių laikotarpiu. Tai rodo šiek tiek spartesnį augimą besiformuojančiose rinkose 2024 m. ir didesnę JAV ekonomikos augimą 2025–2026 m. Pastarasis rodiklis susijęs su teigiamu grynosios migracijos poveikiu, kuris yra didesnis, nei manyta anksčiau, ir prielaida, kad bus pratęstas 2017 m. mokesčių sumažinimas mažesnes pajamas gaunantiems namų ūkiams, nes tai numatyta abiejų kandidatų į prezidentus rinkimų programose.

### Pasaulinis prekybos augimas reikšmingai padidėjo antrąjį ketvirtį, o jį paskatino pirminis išankstinis importuotų prekių pristatymas išsivysčiusios ekonomikos šalyse.

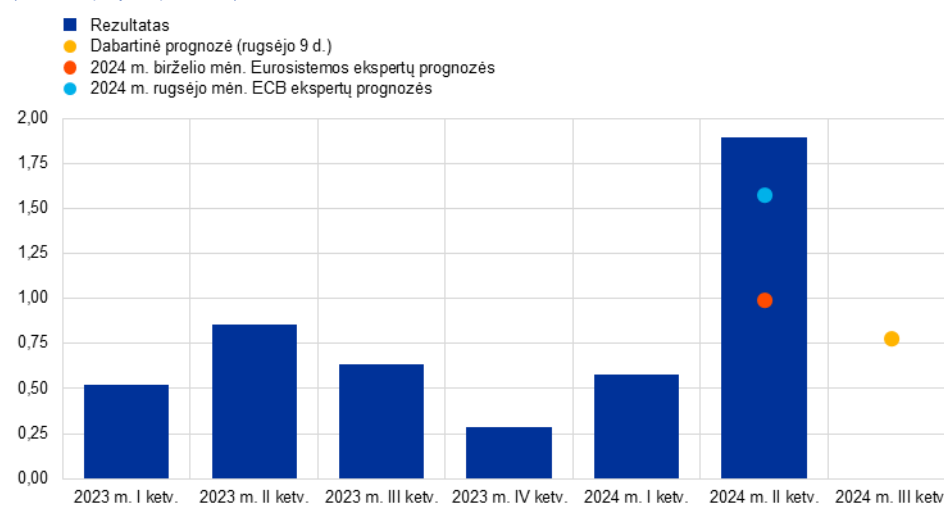
Antrąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, pasaulinis importas padidėjo 1,9 %, t. y. daugiau kaip tris kartus viršijo šių metų pradžioje fiksuotą tempą ir gerokai viršijo birželio mėn. prognozes. Tokį spartų augimą paskatino pirminis išankstinis prekių, importuojamų iš Kinijos ir kitų besiformuojančios rinkos ekonomikos Azijos šalių, pristatymas į išsivysčiusios ekonomikos šalis. Mėnesiniai prekybos duomenys rodo, kad įmonės savo atsargas papildė Kalėdų sezonui maždaug šešias savaites anksčiau nei įprastais metais, ir tai gali rodyti baimes dėl atsinaujinusių tiekimo trikdžių ir prekybos įtampos didėjančios geopolitinės rizikos kontekste. Nors pasaulinės prekybos duomenys yra kintantys, rugsėjo mėn. prognozės rodo, kad toks spartus augimas nebus ilgalaikis,

nes pirminio išankstinio prekių pristatymo poveikis išnyks<sup>2</sup>. Tai atitinka ECB prognozavimo priemonės, kurioje pateikiami tiek kiekybiniai, tiek kokybiniai pasaulinės prekybos duomenys, signalus (žr. 2 pav.). Konkrečiau, PVI apklausose nurodomi maži eksporto užsakymai ir prekybos apyvartos įverčiai, pagrįsti laivų judėjimu, rodo prekybos sulėtėjimą trečiąjį ketvirtį. Nepaisant to, besinormalizuojantis atsargų ciklas ir palankesnė paklausos struktūra vis dar turėtų palaikyti prekybos raidą metų pabaigoje.

## 2 pav.

### Pasaulinis importas

(ketvirtiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: nacionaliniai šaltiniai (per *Haver Analytics*) ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: pasaulio suvestinis rodiklis neapima euro zonos. Dabartinė prognozė pagrįsta dinaminio veiksmų modeliu – 30 mėnesinių kintamųjų, kurie apima pramonės gamybą, mažmeninę prekybą, prekybą, darbo rinką, tyrimus ir būstą. Naujaisi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn. (dabartinė prognozė).

### Prognozuojama, kad pasaulinė prekyba šiais metais atsigaus ir augs kartu su vėlesniu pasauliniu aktyvumu per kitą prognozių laikotarpį.

Po lėtos augimo dinamikos laikotarpio dėl popandeminio prekių paklausos perbalansavimo į paslaugas pasaulinė prekyba atsigavo metų sandūroje, ir prie šio atsigavimo prisidėjo pirminis išankstinis importuojamų prekių pristatymas į išsivysčiusios ekonomikos šalis antrąjį ketvirtį. Apskritai, prognozuojama, kad šiais metais pasaulinis importas bendrai padidės 3,1 %, t. y. 0,5 procentinio punkto daugiau, nei numatyta birželio mėn. prognozėse. Tai daugiausia rodo spartesnį augimo tempą antrąjį ketvirtį, o ketvirtinis augimas 2024 m. antrąją pusę turėtų nepakisti. Prognozuojama, kad 2025 m. importo augimas padidės iki 3,4 %, o 2026 m. – iki 3,3 %.

### Gaunamieji duomenys rodo, kad vėl išryškės laipsniška dezinfliacija, nepaisant liepos mėn. stebėto nedidelio infliacijos padidėjimo.

Liepos mėn. bendroji infliacija pagal vartotojų kainų indeksą (VKI) Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (EBPO) šalyse narėse padidėjo iki 3,0 % (birželio mėn. ji

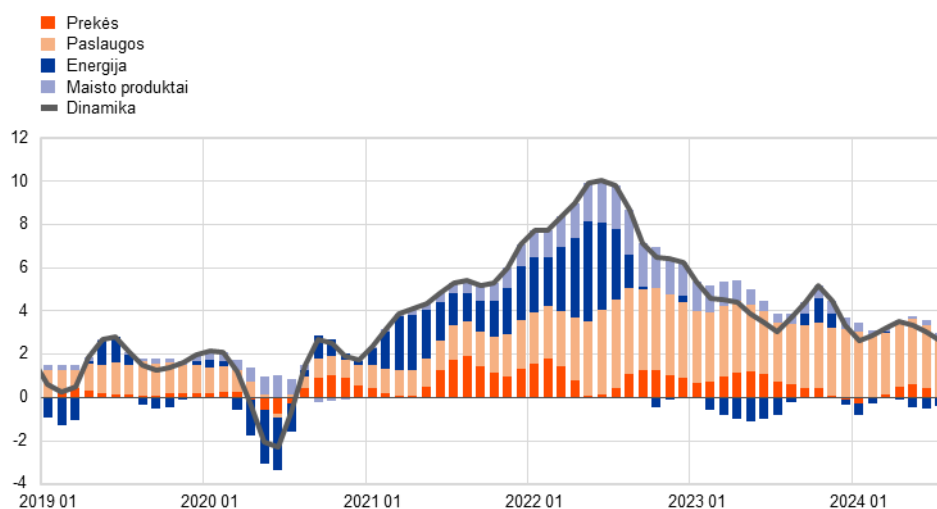
<sup>2</sup> Jeigu įmonių pirminio išankstinio pirkimo užteks vartotojų paklausai patenkinti, pasaulinė prekyba artimiausiu laikotarpiu taip pat gali būti mažesnė.

sudarė 2,8 %)³. Grynoji infliacija (neįskaitant maisto produktų ir energijos) taip pat šiek padidėjo liepos mėn. – iki 3,2 % (birželio mėn. buvo 3,1 %). Mažėjantis bendrosios infliacijos pagal VKI augimo tempas, vertinamas kaip į metinį perskaičiuotas 3 mėn., palyginti su ankstesniu 3 mėn. laikotarpiu, pokytis procentais rodo, kad artimiausiu metu dezinfliacija EBPO šalyse gali atsigaivinti (žr. 3 pav.) dėl vykstančio pagrindinių ekonomikų darbo rinkų atšalimo.

### 3 pav.

#### Bendrosios vartotojų kainų infliacijos EBPO šalyse dinamika

(3 mėn., palyginti su ankstesniu 3 mėn. laikotarpiu, pokyčiai, procentais; kaitos veiksniai, procentiniais punktais)



Šaltiniai: EBPO ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: paveiksle pateiktas bendrosios infliacijos EBPO šalyse dinamikos atitinkamų sudedamųjų dalių indėlis pavaizduotas iš apačios į viršų, remiantis turimais šalių duomenimis, kuris kartu sudaro 84 % EBPO šalių suvestinio rodiklio. Prekių kainų infliacija apskaičiuota kaip visų prekių indėlio likutis, atėmus energijos ir maisto kainas. Naujausi duomenys – 2024 m. liepos mėn.

**Nuo paskutinio Valdančiosios tarybos posėdžio naftos kainos sumažėjo, o Europos dujų kainos padidėjo.** Brent žalios naftos kainos nukrito beveik 10 %, palyginti su lygiu, stebėtu paskutinio Valdančiosios tarybos posėdžio metu. Taip yra dėl įvairių veiksnių, įskaitant, vertinant iš paklausos pusės, žalios naftos importo į Kiniją sumažėjimą iki žemiausio lygio per daugelį metų, kurį lėmė silpnas ekonominis aktyvumas. Neigiamas rizikos vertinimas po rugpjūčio pradžioje įvykusio rinkos išpardavimo taip pat turėjo įtakos mažesnėms žalios naftos kainoms, o naujienos pasiūlos srityje, susijusios su įtampa Artimuosiuose Rytuose ir prastovomis Libijos naftos telkiniuose, didino žalios naftos kainas. Reaguojant į geopolitinius neramumus, Europos dujų kainos pakilo 17,7 %. Minėti neramumai tai vis didėjanti įtampa Artimuosiuose Rytuose ir Ukrainos karių įžengimas į Rusijos teritoriją. Pastarasis įvykis pakurstė investuotojų baimę dėl galimų tiekimo sutrikimų Ukrainos dujų tranzito maršrute.

**JAV ekonomikos aktyvumas vis dar yra tvirtas dėl vykstančio prisitaikymo darbo rinkoje ir nuosekliai mažėjančios infliacijos.** Antrąjį ketvirtį realusis BVP padidėjo 0,7 % dėl didelės vidaus paklausos ir atsargų, kurios daugiau nei

<sup>3</sup> Turkija neįtraukta į EBPO suvestinius bendrosios ir grynosios infliacijos rodiklius, nes joje infliacijos lygis ir toliau buvo dviženklis. Kitu atveju bendroji ir grynoji infliacija pagal VKI EBPO šalyse narėse, įskaitant Turkiją, 2024 m. liepos mėn. sudarytų atitinkamai 5,4 % (birželio mėn. – 5,6 %) ir 5,4 % (birželio mėn. – 5,9 %).

kompensavo didelį importo padidėjimą. Stabilios vartojimo išlaidos palaikė aktyvumą. Didelio dažnumo rodikliai rodo tvarų, nors ir šiek tiek mažėjantį augimą trumpuoju laikotarpiu, be jokių gresiančio nuosmukio požymių. Baimė dėl galimo nuosmukio rinkoje rugpjūčio mėn. buvo padidėjusi po liepos mėn. paskelbtos JAV užimtumo ataskaitos ir vėlesnių svyravimų pasaulio finansų rinkose, kurie vėliau sumažėjo. Tiek ECB ekspertų dabartinėse prognozėse, tiek regioninių federalinio rezervo bankų paskelbtose prognozėse numatomas nedidelis augimo sulėtėjimas trečiąjį ketvirtį, o tai atitinka uždelstą JAV federalinio rezervo banko ribojamosios pinigų politikos poveikį ekonominiam aktyvumui. JAV darbo rinkoje situacija ir toliau švelnėjo, tačiau tebebuvo normali. Rugpjūčio mėn. naujų darbo vietų skaičius didėjo šiek tiek mažiau už rinkos lūkesčius ir vidutinį mėnesinį prieaugį per pastaruosius 12 mėn. Kartu nedarbo lygis šiek tiek sumažėjo – iki 4,2 %, o aktyvumo lygis ir toliau buvo stabilus. Rugpjūčio mėn. metinė bendroji infliacija pagal VKI sumažėjo daugiau, nei tikėtasi, – iki 2,5 % (liepos mėn. buvo 2,9 %). Tai buvo mažiausias metinės bendrosios infliacijos padidėjimas nuo 2021 m. kovo mėn. Ir priešingai, metinė grynoji infliacija pagal VKI sudarė 3,2 %, t. y. nepakito, palyginti su liepos mėn.

#### **Kinijos ekonomikos aktyvumas lėtėja, o nauja parama nekilnojamojo turto sektoriui dar nespėjo stabilizuoti būsto rinkos.**

Realiojo BVP augimas reikšmingai sumažėjo – nuo 1,5 % (pirmąjį ketvirtį) iki 0,7 % (antrąjį ketvirtį, nes nekilnojamojo turto nuosmukis mažino vartotojų išlaidas, o 2023 m. pabaigoje pradėtos įgyvendinti ekonomikos skatinimo programos impulsas išblėso. Liepos mėn. aktyvumo duomenys daugiausia buvo prasti, nepaisant keleto teigiamų signalų kai kuriuose apdirbamosios gamybos ir eksporto sektoriuose. Mažmeninės prekybos pardavimų augimas buvo prislopintas, o pramonės gamyba dar labiau sulėtėjo. Be to, investicijos į ilgalaikį turtą ir toliau buvo menkos, traukiantis investicijoms į turtą, nepaisant sąlyginai didelių investicijų į apdirbamąją gamybą ir infrastruktūrą. Eksportas ir toliau buvo svarbiausias augimą skatinantis veiksnys dėl mažėjančių eksporto kainų. Liepos mėn. metinis nominaliojo eksporto augimas vis dar buvo spartus, neatsižvelgiant į didesnę, nei tikėtasi, sulėtėjimą. Kinijos gamintojai fiksavo didelį visų kategorijų pagrindinių produktų eksporto apimčių augimą, nes mažėjančios eksporto kainos padėjo jiems išlaikyti konkurencingumą. Nekilnojamojo turto rinkoje vis dar nematyti ženklų, kad ji atsigauna, tad ji vis dar stabdo ekonomikos augimą, o gegužės viduryje paskelbtas naujas politikos priemonių paketas ir ankstesnės priemonės dar nepadarė poveikio. Atsižvelgdamos į gana nuviliančią augimo perspektyvą, Kinijos valdžios institucijos vis labiau nerimauja, kad nepavyks pasiekti „maždaug 5 %“ augimo tikslo, o liepos 30 d. Kinijos komunistų partijos Politinis biuras paragino taikyti daugiau politikos priemonių vartojimui remti. Rugpjūčio mėn. bendroji infliacija pagal VKI Kinijoje šiek tiek padidėjo, nors grynasis vartotojų kainų ir gamintojų kainų kilimas toliau mažėjo. Vangi vidaus paklausa, daugiausia privačiojo vartojimo srityje, kurią lemia nepalankūs veiksniai nekilnojamojo turto rinkoje ir nedidelės gamybos pramonės kainos, rodo, kad infliacinis spaudimas Kinijos ekonomikoje ir toliau yra nedidelis.

#### **Antrąjį ketvirtį Jungtinėje Karalystėje realiojo BVP augimas reikšmingai paspartėjo, infliacija taip pat padidėjo.**

2024 m. antrąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, realusis BVP padidėjo 0,6 % (pirmąjį ketvirtį – šiek tiek mažiau nei 0,7 %). Po nedidelio techninio nuosmukio praėjusiais metais Jungtinės

Karalystės ekonomika šių metų pirmąją pusę patyrė stebėtinai tvirtą atsigavimą, kurį lėmė vidaus paklausa. Importas, ypač iš besiformuojančių rinkų, plėtėsi sparčiu tempu, ir tai galimai rodė pirminį išankstinį prekių pristatymą, kuris buvo matomas ir pasauliniu lygiu. Numatoma, kad augimo tempas sulėtės šių metų antrąją pusę. Nepaisant didelio dabartinio aktyvumo, prognozuojama, kad augimas sulėtės dėl toliau vykdomos ribojamosios fiskalinės ir pinigų politikos. Naujoji leiboristų vyriausybė įsipareigojo laikytis ilgalaikių fiskalinių taisyklių, o tai riboja jos galimybes skatinti paklausą. Vertinant iš pinigų pusės, realiosios palūkanų normos reikšmingai pakilo, kai pastaraisiais mėnesiais infliacija priartėjo prie Anglijos banko tikslinio lygio. Nepaisant šių nepalankių veiksnių, dėl tebesitęsiančio namų ūkių ir įmonių atsparumo atsiranda tam tikra teigiama rizika. Vis dar didėjant taupymo normai ir realiajam darbo užmokesčiui, kurį skatina spartus darbo užmokesčio fondo ir mažas nedarbo augimas, Jungtinės Karalystės namų ūkiai gali turėti galimybių padidinti savo išlaidas, nepaisant ribojamosios politikos. Bendroji infliacija pagal VKI padidėjo nuo 2,0 % (tiek gegužės, tiek birželio mėn.) iki 2,2 % (liepos mėn.). Šis padidėjimas buvo numatytas ir rodė neigiamo energijos kainų bazės poveikio išnykimą. Grynoji infliacija (neįskaitant maisto produktų ir energijos) sumažėjo nuo 3,5 % (birželio mėn.) iki 3,3 % (liepos mėn.) dėl lėčiau kilusių paslaugų kainų. Šis paslaugų kainų kilimo mažėjimas buvo didesnis, nei tikėjosi abi rinkos ir Anglijos bankas, ir jis iš dalies rodo nuoseklų didelių energijos kainų antrojo etapo poveikio išnykimą. Tačiau didesnės infliacijos rizika dezinfliacijos procesui vis dar yra, nes šiais metais paslaugų kainos kilo sparčiau, nei tikėtasi. Liepos mėn. Anglijos bankas pradėjo į duomenis orientuotą švelninimo ciklą, sumažindamas savo pinigų politikos palūkanų normą nuo 5,25 iki 5,0 %.



## 2 Ekonominis aktyvumas

2024 m. antrąjį ketvirtį ekonomika augo 0,2 % (pirmąjį ketvirtį – 0,3 %) ir šis augimas buvo mažesnis, nei numatyta 2024 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų prognozėse euro zonai. Antrąjį ketvirtį grynoji prekyba darė teigiamą poveikį augimui, o vidaus paklausa sumažėjo. Remiantis gaunama informacija, 2024 m. trečiąjį ketvirtį numatomas tolesnis, nors ir lėtas, augimas. Įmonių apklausos rezultatai šiek tiek suprastėjo, mažiau palankios nuotaikos darbo rinkoje. Ir toliau iš visų sektorių sparčiausiai atsigaua paslaugų sektorius, ir tam reikšmingą postūmį turėjo Paryžiaus olimpinės žaidynės. Kartu dėl didelio neapibrėžtumo pramonės sektoriuje ir toliau mažėja tiek gamybos apimtis, tiek užsakymai. Vertinant ateities perspektyvas, numatoma, kad realusis BVP ir toliau atsigaus, nes didės realiosios pajamos bei užsienio paklausa ir blės slopinantis griežtos pinigų politikos poveikis. Tikimasi, kad tolesnis realiųjų disponuojamųjų pajamų augimas palaikys privatųjį vartojimą, kuris turėtų tapti pagrindiniu augimą skatinančiu veiksniu nuo 2024 m. antrojo pusmečio. Namų ūkių išlaidas taip pat turėtų palaikyti vis dar atspari darbo rinka kartu su laipsniškai didėjančiu vartotojų pasitikėjimu ir mažėjančiu neapibrėžtumu.

Šis vertinimas iš esmės pateiktas ir 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai. Jose numatoma, kad metinis realiojo BVP augimo tempas 2024 m. bus 0,8 %, o 2025 ir 2026 m. padidės atitinkamai iki 1,3 ir 1,5 %<sup>4</sup>.

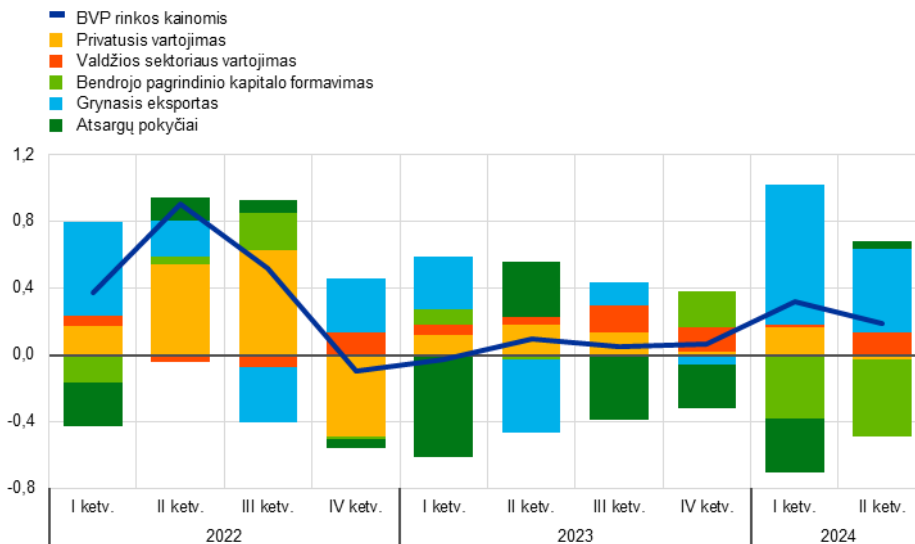
**Remiantis Eurostato naujaisiu įverčiu, 2024 m. antrąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, realusis BVP padidėjo 0,2 %, t. y. mažiau nei pirmąjį ketvirtį, kai jis paaugo 0,3 % (žr. 4 pav.).** Grynoji prekyba turėjo teigiamą poveikį ekonomikos augimui antrąjį ketvirtį, vidaus paklausos poveikis buvo neigiamas, o atsargų pokyčių – neutralus. Bendros pridėtinės vertės didėjimą skatino tik paslaugos, o pramonės ir statybos sektoriuose ji mažėjo.

<sup>4</sup> Žr. 2024 m. rugsėjo 12 d. ECB interneto svetainėje paskelbtas „2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai“.

#### 4 pav.

#### Euro zonos realusis BVP ir jo dedamosios

(ketvirtiniai pokyčiai, procentais; kaitos veiksniai, procentiniais punktais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio.

#### Iš tyrimų duomenų matyti, kad 2024 m. trečiąjį ketvirtį skatinamas paslaugų sektoriaus aktyvumas tebedidės.

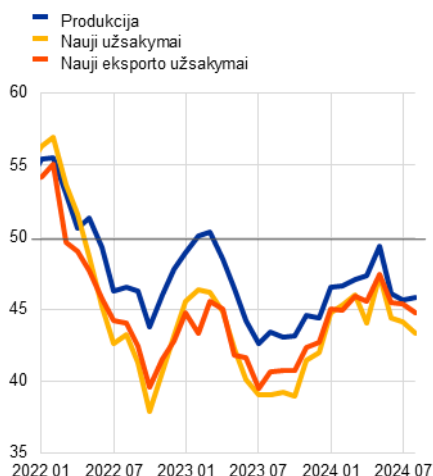
Liepos ir rugpjūčio mėn. sudėtinis produkcijos pirkimo vadybininkų indeksas (PVI) vidutiniškai sudarė 50,6, o 2024 m. antrąjį ketvirtį – 51,6. Taigi, indeksas, nors ir neseniai sumažėjo, ir toliau buvo virš augimą indikuojančios reikšmės nuo 2023 m. spalio mėn. Liepos ir rugpjūčio mėn. visuose sektoriuose apdirbamosios gamybos produkcijos PVI reikšmė pradėjo mažėti, nors nuo 2023 m. vasaros nuolat didėjo (žr. 5 pav. a grafiką). Naujų užsakymų indeksas, kuris turėtų būti labiau orientuotas į ateitį, rodė panašią tendenciją. Apskritai, šie rodikliai rodo tolesnį pramonės sektoriaus silpnumą dėl mažos prekių paklausos ir anksčiau sugriežtintos pinigų politikos poveikio. Paslaugų sektoriaus, kuris iki šiol pirmavo pagal aktyvumo atsigavimą, PVI duomenys ir toliau rodo teigiamą aktyvumo ir naujų įmonių skaičiaus augimą (žr. 5 pav. b grafiką). Paslaugų sektoriui taip pat buvo naudingos išlaidos daug kontaktų reikalingoms paslaugoms Paryžiaus olimpinėse žaidynėse. PVI pokyčiai rodo, kad trumpuoju laikotarpiu ir toliau bus pastarojo meto sektorių skirtumų.

## 5 pav.

### Įvairių ekonomikos sektorių PVI rodikliai

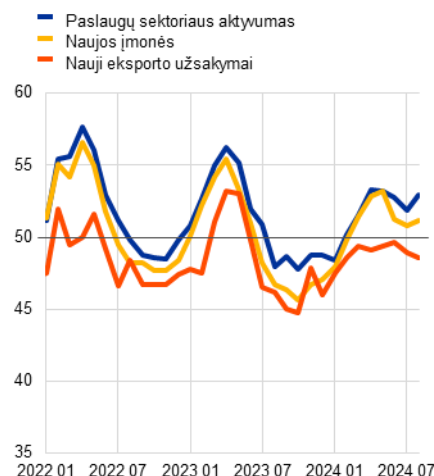
#### a) Apdirbamoji gamyba

(pasiskirstymo indeksai)



#### b) Paslaugos

(pasiskirstymo indeksai)



Šaltinis: S&P Global Market Intelligence.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn.

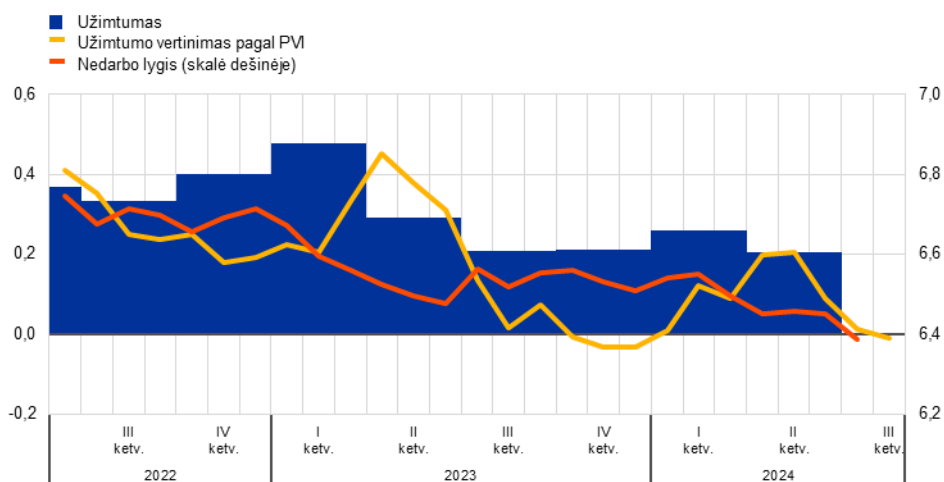
**2024 m. antrąjį ketvirtį užimtumas didėjo lėčiau.** Antrąjį ketvirtį užimtumas padidėjo 0,2 % (žr. 6 pav. a grafiką), daugiausia dėl toliau, nors ir lėčiau, augančios darbo jėgos. 2024 m. antrąjį ketvirtį vieno darbuotojo darbo našumas ir vidutiniškai dirbtų valandų skaičius ir toliau buvo stabilūs. Nedarbo lygis nedaug sumažėjo – nuo 6,5 % (birželio mėn.) iki 6,4 % (liepos mėn.), ir tai lėmė mažesnis bedarbių skaičius ir lėčiau auganti darbo jėga. Darbo jėgos paklausa šiek tiek sumažėjo nuo po pandemijos buvusio aukšto lygio, o laisvų darbo vietų lygis antrąjį ketvirtį nukrito iki 2,6 %, t. y. 0,3 procentinio punkto buvo mažesnis nei ankstesnį ketvirtį ir buvo artimesnis prieš pandemiją fiksuotam aukščiausiam lygiui.

## 6 pav.

### Užimtumas, užimtumo vertinimas pagal PVI, nedarbo lygis ir užimtumas pagal PVI įvairiuose sektoriuose euro zonoje

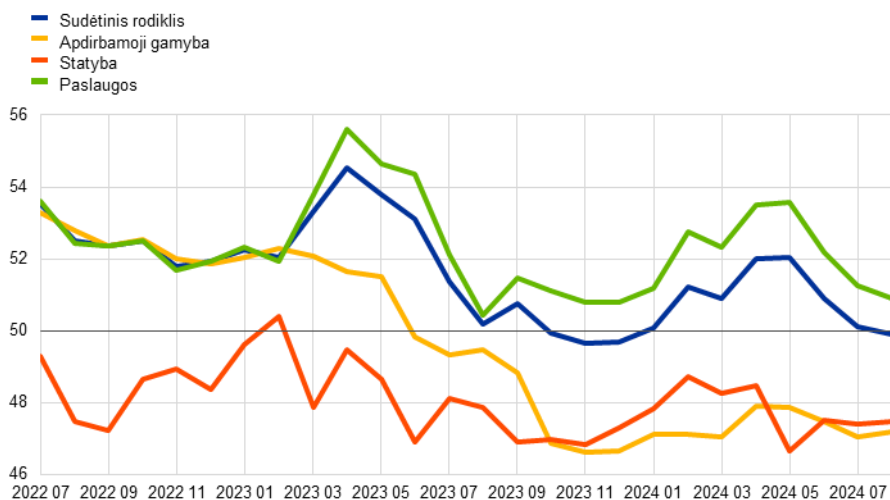
#### a) Užimtumas, užimtumo vertinimas pagal PVI ir nedarbo lygis

(skalė kairėje: ketvirtiniai pokyčiai, procentais; pasiskirstymo indeksas; skalė dešinėje: darbo jėga, procentais)



#### b) Užimtumas pagal PVI įvairiuose sektoriuose

(pasiskirstymo indeksai)



Šaltiniai: Eurostatas, S&P Global Market Intelligence ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: a grafike dvi linijos – mėnesiniai pokyčiai, stulpeliai – ketvirtiniai duomenys. PVI išreikštas nuokrypiu nuo 50 padalijus iš 10, siekiant įvertinti užimtumo didėjimą, palyginti su ankstesniu ketvirčiu. Naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio (užimtumas), 2024 m. rugpjūčio mėn. (užimtumo vertinimas pagal PVI) ir 2024 m. liepos mėn. (nedarbo lygis). b grafike naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn.

**Trumpojo laikotarpio darbo rinkos rodikliai teberodo, kad 2024 m. trečiąjį ketvirtį užimtumas ir toliau tik šiek tiek didės.** Mėnesinis sudėtinis PVI užimtumo rodiklis ir toliau iš esmės nepakito: nuo 50,1 (liepos mėn.) šiek tiek sumažėjo – iki 49,9 (rugpjūčio mėn.), o tai rodo, kad užimtumo didėjimas ir toliau mažės (žr. 6 pav. b grafiką). Paslaugų PVI padidėjo nuo 51,3 (liepos mėn.) iki 50,9 (rugpjūčio mėn.). Ir priešingai, apdirbamosios gamybos ir statybos PVI rodikliai truputį padidėjo, bet ir toliau išliko jų mažėjimo tendencija.

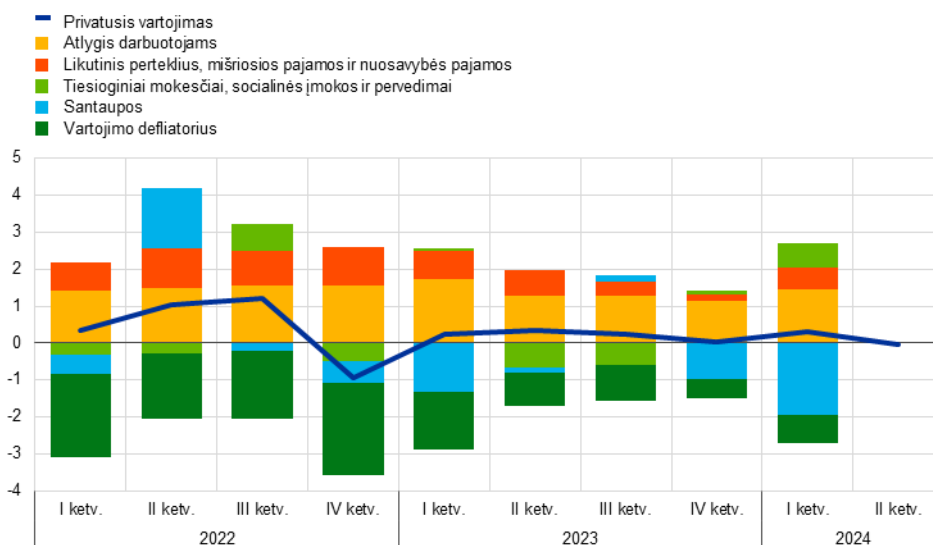
**2024 m. antrąjį ketvirtį privatusis vartojimas sumažėjo, bet tikimasi, kad jis padidės.** 2024 m. antrąjį ketvirtį privatusis vartojimas nedaug sumažėjo, ir tai atspindėjo mažą vidutinį augimą ankstesniais ketvirčiais. Šis nuosaikus augimas kontrastuoja su nuo 2023 m. pabaigos pastebimai pagerėjusia namų ūkių perkamąja galia, kuri rodo mažesnę infliaciją ir didėjančias darbo ir su darbo santykiais nesusijusias pajamas (žr. 7 pav. a grafiką). Šį pajamų didėjimą palaiko padidėjusios namų ūkių santaupos, tai galimai rodo griežtesnes finansavimo sąlygas (su padidintomis palūkanų normomis ir vis dar griežtais vartojimo kredito standartais) ir mažą skolinimąsi bei mažesnę poreikį naudoti santaupų atsargas, kai darbo rinka yra atspari. Be to, vis dar vyrauja neapibrėžtumas, o vartotojų pasitikėjimas tebėra prislopintas (žr. 3 intarpą). Gaunamieji tyrimų duomenys rodo, kad namų ūkių išlaidos trumpuoju laikotarpiu didės. Rugsjūčio mėn. pagerėjo Europos Komisijos artimiausių trijų mėnesių verslo lūkesčių dėl daug kontaktų reikalingų paslaugų paklausos ir mažmeninės prekybos rodikliai, kurie atitinkamai vis dar buvo didesni ir artėjo prie jų prieš pandemiją buvusio vidurkio (žr. 7 pav. 2 grafiką). Vartotojų lūkesčiai dėl didelių pirkinių per kitus dvylika mėnesių, kurie viršijo priešpandeminį lygį liepos mėn. ir buvo artimi šiam lygiui rugsjūčio mėn., taip pat rodo vartotojų paklausos didėjimą, ir buvo artima šiam lygiui rugsjūčio mėn. Taip pat ir naujausias ECB vartotojų lūkesčių tyrimas parodė vis didėjantį polinkį leisti pinigus dideliems pirkiniams per kitus dvylika mėnesių, o tikėtini atostogų pirkiniai tebebuvo aukšto lygio.

### 7 pav.

Privačiojo vartojimo augimo ir lūkesčių dėl daug kontaktų reikalingų paslaugų, mažmeninės prekybos ir didelių pirkinių išskaidymas

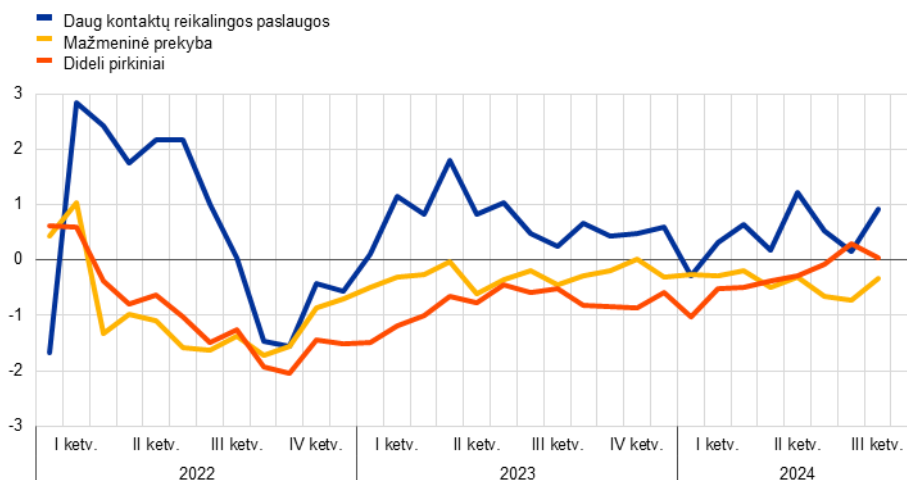
#### a) Privačiojo vartojimo augimo išskaidymas

(ketvirtiniai pokyčiai, procentais; kaitos veiksniai, procentiniais punktais)



#### b) Lūkesčiai

(standartizuoti balansai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas, Europos Komisija ir ECB skaičiavimai.

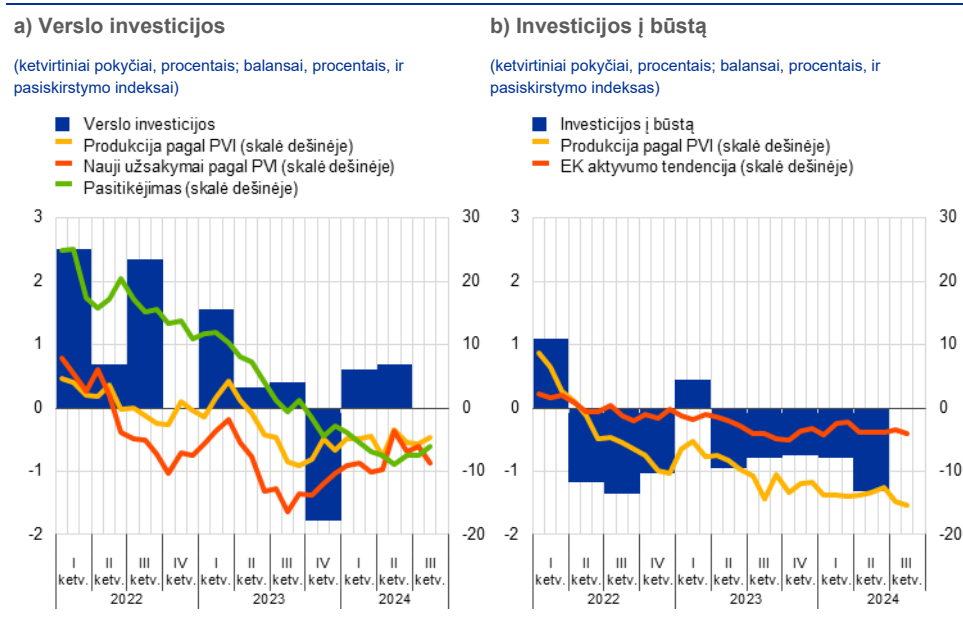
Pastabos: a grafike naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio (privatusis vartojimas) ir 2024 m. pirmojo ketvirčio (kaitos veiksniai), b grafike verslo lūkesčiai dėl daug kontaktų reikalingų paslaugų paklausos ir mažmeninės prekybos lūkesčiai pateikiami kitiems trims mėnesiams, o vartotojų lūkesčiai dėl didelių pirkinių yra kitiems dvylikai mėnesių. Pirmoji eilutė standartizuota 2005–2019 m. sausio mėn. dėl duomenų prieinamumo, o kitos dvi eilutės standartizuotos 1999–2019 m.; „daug kontaktų reikalingos paslaugos“ apima apgyvendinimo, kelionių ir maitinimo paslaugas. Naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn.

**2024 m. antrąjį ketvirtį verslo investicijos šiek tiek padidėjo, tačiau tikėtina, kad šių metų antrąjį pusmetį jos augs mažiau.** 2024 m. antrąjį ketvirtį investicijos į ne statybos sektorių, neįskaitant Airijos nematerialiojo turto, padidėjo 0,7 % ir sumažėjo 3,7 %, įskaitant Airijos nematerialiųjų turto. Iki rugpjūčio mėn. gauti trumpalaikiai rodikliai rodo tolesnę mažėjimą investicinių prekių sektoriuje trečiąjį ketvirtį (žr. 8 pav. a grafiką): šiais metais produkcija pagal PVI reikšmingai nepakito, o Europos Komisijos pasitikėjimo rodiklis pastaraisiais mėnesiais kilo aukštyr nuo žemo lygio. Į

ateitį orientuoti sektoriaus rodikliai, pavyzdžiui, rugpjūčio mėn. naujų užsakymų PVI rodiklis, mažėjo. Numatoma, kad investicijas mažins maža paklausa trumpuoju laikotarpiu, kurią lemia mažesnis pajėgumų panaudojimas ir vis dar didelis neapibrėžtumas. Remiantis liepos mėn. paskelbta 2024 m. trečiojo ketvirčio Komisijos apklausa, paklausa mažiau palaiko gamybą investicinių prekių sektoriuje nei anksčiau. Komisijos apklausos duomenys, atspindintys mažėjantį pajėgumų panaudojimą ir suvokimą, kad ploto ir įrangos veiksniai vis mažiau riboja gamybą ekonomikoje, rodo, kad neatidėliotina būtinybė didinti investicijas taip pat sumažėjo. Investicijų planai taip pat gali būti uždelsti dėl padidėjusio neapibrėžtumo ir geopolitinės rizikos. Tikimasi, kad verslo investicijos vidutiniu laikotarpiu toliau didės, o tai lemtų prognozuojamas paklausos augimas, nykstantis griežtų finansavimo sąlygų poveikis ir dideli žaliųjų ir skaitmeninių investicijų poreikiai.

### 8 pav.

#### Realių investicijų dinamika ir tyrimų duomenys



Šaltiniai: Eurostatas, Europos Komisija (EK), S&P Global Market Intelligence ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: linijos rodo mėnesinius pokyčius, stulpeliai – ketvirtinius duomenis. PVI išreikštas nuokrypiu nuo 50. a grafike verslo investicijos vertinamos pagal investicijas į ne statybos sektorių, išskyrus Airijos nematerialųjį turtą. PVI linijos – investicinių prekių sektoriaus atstovų atsakymai. Naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio (verslo investicijos) ir 2024 m. rugpjūčio mėn. (visos kitos sudedamosios dalys). b grafike Europos Komisijos aktyvumo tendencijos rodiklis rodo pastatų ir specializuotos statybos sektoriaus aktyvumo tendencijos vertinimą, palyginti su ankstesnių trijų mėnesių duomenimis, pervertintą taip, kad jo standartinis nuokrypis būtų toks pat kaip PVI. Produkcija pagal PVI – būsto rinkos aktyvumas. Naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio (investicijos į būstą) ir 2024 m. rugpjūčio mėn. (produkcija pagal PVI ir Europos Komisijos aktyvumo tendencijos rodiklis).

#### 2024 m. antrąjį ketvirtį investicijos į būstą reikšmingai sumažėjo ir numatoma, kad jos toliau mažės trumpuoju laikotarpiu, nors ir lėtesniu tempu. 2024 m.

antrąjį ketvirtį investicijos į būstą euro zonoje sumažėjo 1,3 %, o gamyba pastatų ir specializuotos statybos sektoriuje – 0,2 %. Remiantis apklausų veiklos aktyvumo rodikliais, 2024 m. trečiąjį ketvirtį investicijos į būstą toliau mažės, o tiek būstų produkcijos PVI, tiek Europos Komisijos pastatų ir specializuotos statybos sektoriaus aktyvumo rodiklis toliau mažėjo per pastaruosius tris mėnesius iki rugpjūčio mėn. (žr. 8 pav. b grafiką). Tačiau tikėtina, kad investicijos į būstą sumažės. Remiantis Komisijos apklausa, namų ūkių trumpalaikiai ketinimai atsinaujinti ir pirkti arba statyti būstą gerėjo toliau 2024 m. trečiąjį ketvirtį. Taip pat ECB vartotojų lūkesčių tyrimas



rodo, kad namų ūkių, kurie mano, jog būstas yra gera investicija, dalis ir toliau didėjo liepos mėn., stabilizavus palūkanų normų lūkesčius. Be to, liepos mėn. bankų apklausoje dėl skolinimo sąlygų bankai tikėjosi tolesnio būsto paskolų paklausos augimo šių metų trečiąjį ketvirtį. Visa tai rodo, kad būsto paklausa pamažu didėja, ir dėl to investicijos į būstą galiausiai turėtų pasiekti žemiausią lygį.

**Euro zonos eksportas 2024 m. antrąjį ketvirtį didėjo daug lėčiau.** Po pirmąjį ketvirtį augimo 2024 m. antrąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, euro zonos (neįskaitant Airijos dėl didelio duomenų nepastovumo lygio) eksporto didėjimas sumažėjo iki 0,1 %. Šis sulėtėjimas išryškina tebesitęsiančius konkurencingumo iššūkius, su kuriais susiduria euro zonos eksportuotojai, net ir atsigauant pasaulinei paklausai. Priešingai, paslaugų eksportas ir toliau didino bendrus eksporto rodiklius dėl didelės kelionių, verslo bei informacinių ir ryšių technologijų paslaugų paklausos. Vertinant ateities perspektyvas, pasakytina, jog naujausi eksporto užsakymų PVI rodikliai rodo, kad artimiausiu metu eksporto rezultatai bus mažesni. Taip pat, atrodo, kad lėtėja ir ankstesnis euro zonos importo didėjimo atsigavimas. Importo didėjimas sustojo antrąjį ketvirtį (ir buvo lygus nuliui, neįskaitant Airijos), kai euro zonos gamintojai, reaguodami į mažesnę paklausą, sumažino žaliavų pirkimus. Ši sumažėjimą labiausiai lėmė mažesnis prekių eksportas. Antrąjį ketvirtį grynasis eksportas prisidėjo 0,5 % prie BVP, ir tai atspindėjo geresnius eksporto rezultatus nei importo. Tačiau stabilizuojantis importo kainoms, prekybos sąlygų gerėjimas dabar slopsta.

**Tikimasi, kad vidutiniu laikotarpiu euro zonos ekonomika toliau atsigaus, daugiausia dėl privačiojo vartojimo augimo.** Vertinant ateities perspektyvas, numatoma, kad realusis BVP atsigaus, nes didės realiosios pajamos bei užsienio paklausa ir blės slopinantis griežtos pinigų politikos poveikis. Tikimasi, kad tolesnis realiųjų disponuojamųjų pajamų augimas palaikys privatųjį vartojimą, kuris turėtų tapti pagrindiniu augimą skatinančiu veiksnium nuo 2024 m. antrojo pusmečio. Namų ūkių išlaidas taip pat turėtų palaikyti vis dar atspari darbo rinka kartu su laipsniškai didėjančiu vartotojų pasitikėjimu ir mažėjančiu neapibrėžtumu. Prognozuojama, kad verslo investicijos padidės vėliau, daugiausia dėl blėstančio, bet vis dar tebesitęsiančio anksčiau atlikto pinigų politikos griežtinimo, ir jas didins tiek vidaus, tiek užsienio paklausa.

**2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai numatyta, kad metinis realusis BVP 2024 m. padidės 0,8 %, 2025 m. – 1,3 %, o 2026 m. – 1,5 %.** Palyginti su birželio mėn. prognozėmis (–0,1 procentinio punkto visais metais), dabar numatomas truputį lėtesnis augimas, daugiausia dėl mažesnio vidaus paklausos poveikio kelis ateinančius ketvirčius.

### 3 Kainos ir sąnaudos

2024 m. rugpjūčio mėn. bendroji infliacija euro zonoje sumažėjo iki 2,2 % (liepos mėn. sudarė 2,6 %). Tai daugiausia susiję su sumažėjusiu energijos kainų kilimu. Dauguma bazinės infliacijos rodiklių liepos mėn. iš esmės nepakito, buvo juntamas didelis kainų spaudimas, ypač darbo užmokesčio. Bendras darbo sąnaudų augimo tempas lėtėja, o pelnas iš dalies sušvelnina vis dar padidėjusio darbo sąnaudų spaudimo poveikį infliacijai. Taip palaikoma tebevykstanti dezinfliacija. Apžvelgiamu laikotarpiu ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių rodikliai iš esmės vis dar buvo stabilūs, dauguma jų – apie 2 %, o rinkos duomenimis pagrįsti rodikliai sumažėjo ir priartėjo prie šio lygio. 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai numatyta, kad bendroji infliacija nuosekliai mažės ir 2024 m. sudarys 2,5 %, 2025 m. – 2,2 %, o 2026 m. – 1,9 %<sup>5</sup>.

**Bendroji infliacija euro zonoje pagal suderintą vartotojų kainų indeksą (SVKI) sumažėjo nuo 2,6 % (2024 m. liepos mėn.) iki 2,2 % (2024 m. rugpjūčio mėn.) (žr. 9 pav.)<sup>6</sup>.** Taip įvyko dėl sumažėjusios energijos ir pramonės prekių, neįskaitant energijos, infliacijos, kuri su kaupu atsvėrė sparčiau kilusias maisto produktų ir paslaugų kainas. Metinis energijos kainų kilimo tempas gerokai sumažėjo – nuo 1,2 % (2024 m. liepos mėn.) iki –3,0 % (rugpjūčio mėn.). Šį sulėtėjimą lėmė mažinantis bazės efektas, pasireiškęs dėl 2023 m. rugpjūčio mėn. gerokai pakilusių energijos kainų. 2024 m. rugpjūčio mėn. maisto produktų kainų kilimas šiek tiek padidėjo ir pasiekė 2,4 % (liepos mėn. buvo 2,3 %). Tai susiję su paspartėjusiu metiniu neperdirbtų maisto produktų kainų pokyčiu, o perdirbtų maisto produktų kainų metinis pokytis nepakito. Infliacija pagal SVKI, neįskaitant energijos ir maisto produktų (SVKIX), liepos mėn. sudariusi 2,9 %, rugpjūčio mėn. sumažėjo iki 2,8 %, sumažėjus pramonės prekių, neįskaitant energijos, infliacijai – nuo 0,7 % (liepos mėn.) iki 0,4 % (rugpjūčio mėn.), taigi, atsvėrė spartesnį paslaugų kainų kilimą – nuo 4,0 % (liepos mėn.) iki 4,2 % (rugpjūčio mėn.). Kol kas iš esmės normalizavęsi pramonės prekių, neįskaitant energijos, kainų augimo tempai rodo mažėjančią kainų spaudimą vėlyvesniuose gamybos etapuose, o ilgiau išliekanti paslaugų infliacija susijusi su didesniu darbo sąnaudų vaidmeniu kai kuriems jos straipsniams ir vėluojančiu kitų straipsnių perkainojimu.

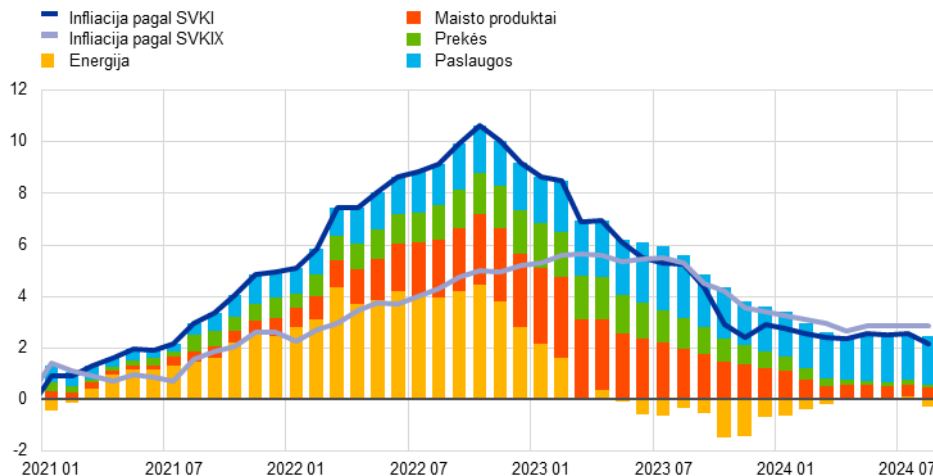
<sup>5</sup> Žr. 2024 m. rugsėjo 12 d. ECB interneto svetainėje paskelbtas [2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai](#).

<sup>6</sup> Galutinė šiame Ekonomikos biuletenyje panaudotų duomenų pateikimo data – 2024 m. rugsėjo 11 d. 2024 m. rugsėjo 18 d. paskelbti infliacijos pagal SVKI duomenys (bendras įvertis) patvirtino, kad 2024 m. rugpjūčio mėn. bendroji infliacija buvo 2,2 %. Maisto produktų kainų infliacija nepakito ir 2024 m. rugpjūčio mėn. sudarė 2,3 % (tiek pat, kiek liepos mėn.), o paslaugų kainų infliacija padidėjo nuo 4,0 % (liepos mėn.) iki 4,1 % (rugpjūčio mėn.).

## 9 pav.

### Bendroji infliacija ir jos pagrindinės sudedamosios dalys

(metiniai pokyčiai, procentais; kaita, procentiniais punktais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: prekės – pramonės prekės, neįskaitant energijos. Naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn. (išankstiniai įverčiai).

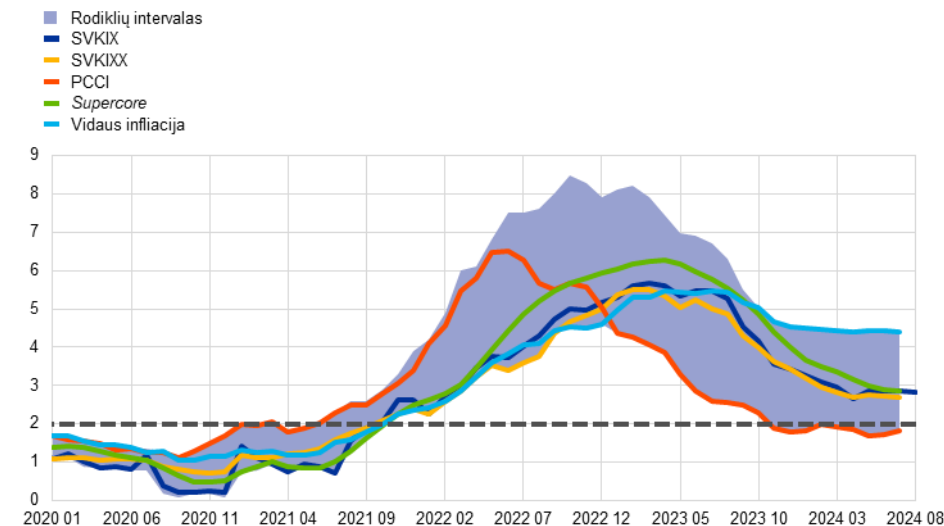
### Dauguma bazinės infliacijos rodiklių liepos mėn. buvo stabilūs, nors jų lygiai buvo nevienodi (žr. 10 pav.).

Liepos mėn. rodiklių reikšmės (naujausi turimi duomenys) svyravo nuo 1,8 iki 4,4 %. Pastoviosios ir bendrosios infliacijos dalies rodiklis sudarytas siekiant nustatyti bendrą infliacijos sudedamąją dalį išsamiaame kainų pokyčių rinkinyje ir šiuo metu tai geriausias vidutinės trukmės infliacijos popandeminiu laikotarpiu barometras. Šio rodiklio reikšmė yra apatinėje intervalo dalyje, o vidaus infliacijos rodiklio (į kurį neįtraukiamos sudedamosios dalys su santykinai didele importo dalimi) – viršutinėje. *Supercore* rodiklis, apimantis ekonomikos ciklui jautrias SVKI sudedamąsias dalis, liepos mėn. sudarė 2,9 % ir, palyginti su ankstesniu mėnesiu, nepakito. Infliacija pagal SVKIXX (infliacija pagal SVKIX, neįskaitant su kelionėmis susijusių prekių, drabužių ir avalynės) taip pat nepakito ir liepos mėn. sudarė 2,7 %, o pastoviosios ir bendrosios infliacijos dalies rodiklis liepos mėn. šiek tiek padidėjo – iki 1,8 % (birželio mėn. buvo 1,7 %). Vidaus infliacijos rodiklis liepos mėn. šiek tiek sumažėjo – sudarė 4,4 %, bet ir toliau buvo didelis ir stabilus, o tai rodo, kad jį apskaičiuojant didelė reikšmė teikiama tokiems paslaugų straipsniams kaip draudimas, poilsis ar apgyvendinimo paslaugos.

## 10 pav.

### Bazinės infliacijos rodikliai

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: į bazinės infliacijos rodiklių intervalą įtrauktas SVKI, neįskaitant energijos; SVKI, neįskaitant energijos ir neperdirbtų maisto produktų; SVKIX, SVKIXX; vidaus infliacija, apkarpytasis vidurkis (10 %), apkarpytasis vidurkis (30 %), pastovioji ir bendroji infliacijos dalis, Supercore rodiklis ir svertinė mediana. Paveiksle pavaizduoti tik pasirinkti rodikliai. Pilka brūkšninė linija rodo ECB siekiamą 2 % tikslinį infliacijos lygį vidutiniu laikotarpiu. Naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn. (SVKIX, išankstinis įvertis) ir 2024 m. liepos mėn. (kiti rodikliai).

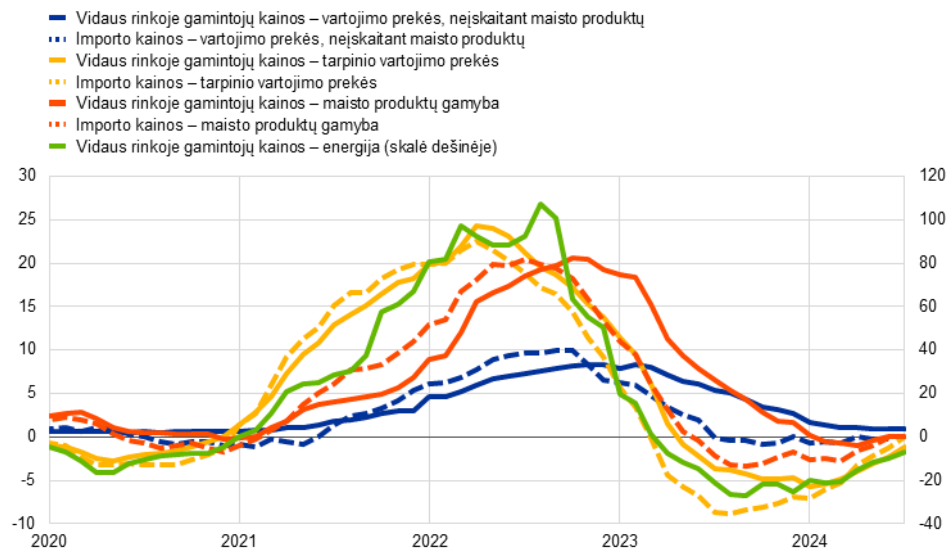
### Kainodaros grandinės spaudimas tebebuvo nedidelis, nors dabar ir matyti didėjimo požymių (žr. 11 pav.).

Ankstyvuose kainų nustatymo etapuose energijos gamintojų kainų infliacija, kuri nuo 2023 m. kovo mėn. buvo neigiama, liepos mėn. padidėjo iki –6,9 %, birželio mėn. buvo –9,6 %. Tarpinio vartojimo prekių gamintojų kainų, taikomų pardavimui vidaus rinkoje, metinis augimo tempas taip pat ir toliau buvo neigiamas, nors ir mažiau nei ankstesnį mėnesį (liepos mėn. sudarė –1,2 %, birželio mėn. buvo –2,3 %). Atitinkamas metinis importo kainų augimo tempas liepos mėn. buvo nulinis (birželio mėn. sudarė –1,3 %). Vertinant vėlesnius kainų nustatymo etapus, vidaus vartojimo prekių, neįskaitant maisto produktų, gamintojų kainų kilimas liepos mėn. nepakito ir sudarė 0,9 %. Tas pats pasakytina ir apie maisto produktų gamybą – čia infliacija ir toliau sudarė 0,1 %. Liepos mėn. vartojimo prekių importo kainų spaudimas padidėjo, iš dalies dėl to, kad po anksčiau padidėjusios vertės euro nominaliojo efektyviojo kurso metinis pokyčio tempas iš esmės tapo neutralus. Apskritai kainodaros grandinės spaudimas iš esmės stabilizavosi ir dabar matyti didėjimo požymių, o tai gali rodyti, kad po ankstesnių kainų sukrėtimų kainodaros grandinės spaudimo mažėjimas išblėso.

## 11 pav.

### Kainodaros grandinės spaudimo srauto rodikliai

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. birželio mėn. (vartojimo prekių, neįskaitant maisto produktų, importo kainų ir maisto produktų gamybos importo kainų), kitų rodiklių – 2024 m. liepos mėn.

### Vidaus sąnaudų spaudimas, vertinamas pagal BVP defliatoriaus augimą, 2024 m. antrąjį ketvirtį ir toliau mažėjo, nors apskritai tebebuvo padidėjęs (žr. 12 pav.).

2024 m. antrąjį ketvirtį BVP defliatoriaus metinis augimo tempas toliau mažėjo – iki 3,0 % (pirmąjį ketvirtį sudarė 3,6 %). Šis sumažėjimas rodo, kad visų pagrindinių sudedamųjų dalių poveikis buvo mažesnis, tačiau didžiausią neigiamą poveikį turėjo vienetinės darbo sąnaudos. Tai, kad vienetinių darbo sąnaudų poveikis sumenko, lėmė sulėtėjęs darbo užmokesčio, vertinamo pagal atlygį vienam samdomajam darbuotojui, augimas, jis sumažėjo nuo 4,8 % (2024 m. pirmąjį ketvirtį) iki 4,3 % (antrąjį ketvirtį). Darbo užmokesčio, vertinamo pagal atlygį per valandą, augimas 2024 m. antrąjį ketvirtį taip pat sumažėjo iki 4,2 % (pirmąjį ketvirtį sudarė 5,0 %). 2024 m. antrąjį ketvirtį sutarto darbo užmokesčio augimas sumažėjo iki 3,5 % (pirmąjį ketvirtį buvo 4,7 %), tačiau ECB turimi į ateitį orientuoti naujausių susitarimų dėl darbo užmokesčio stebėjimo duomenys rodo, kad 2024 m. trečiąjį ketvirtį sutarto darbo užmokesčio augimo tempas bus spartesnis<sup>7</sup>. Tiesa, vertinant apskritai, naujausi darbo užmokesčio pokyčiai rodo, kad kompensavimas dėl praeityje buvusios didelės infliacijos neturi didelės reikšmės ir atitinkamai mažėja realiojo darbo užmokesčio atsilikimas<sup>8</sup>. Numatoma, kad 2024 m. metinis atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimas vidutiniškai sudarys 4,5 %, tačiau vėliau prognozių laikotarpiu jis ir toliau nuosaikiai lėtės, nors dėl vis dar įtemptų darbo rinkos sąlygų ir išliekančio infliacijos kompensavimo tebebus spartesnis už istorinį lygį.

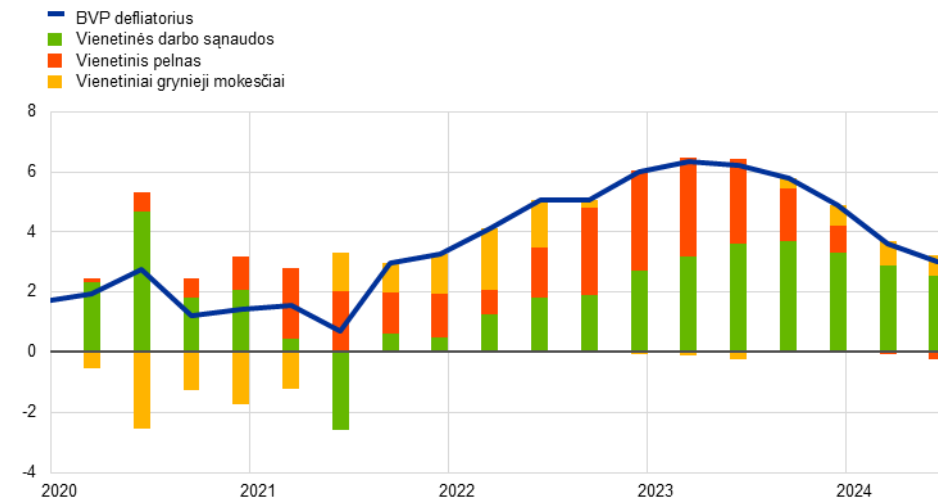
<sup>7</sup> Žr. Górnicka and Koester (eds.), “A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area”, *Occasional Paper Series*, No 338, ECB, February 2024.

<sup>8</sup> Žr. interpa „Naujausi darbo užmokesčio pokyčiai ir darbo užmokesčio atotrūkio vaidmuo“, *Ekonomikos biuletenis*, ECB, 2024, Nr. 6.

## 12 pav.

### BVP defliatoriaus išskaidymas

(metiniai pokyčiai, procentais; kaita, procentiniais punktais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio. Atlygis vienam samdomajam darbuotojui vienetinių darbo sąnaudų pokyčius veikia teigiamai, o darbo našumas – neigiamai.

### Ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių rodikliai, sudaryti pagal apklausų duomenis, iš esmės nepakito – dauguma jų siekė apie 2 %, o rinkos duomenimis pagrįsti rodikliai sumažėjo ir priartėjo prie apžvelgiamu laikotarpiu buvusio lygio (žr. 13 pav.).

Tiek 2024 m. trečiojo ketvirčio ECB profesionaliųjų prognozuotojų apklausos duomenimis, tiek 2024 m. rugsėjo mėn. atliktos ECB pinigų analitikų apklausos duomenimis, ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių vidurkis ir mediana sudarė 2,0 % (2029 m.). Rinkos sąlygomis pagrįsti infliacijos kompensavimo rodikliai (pagal SVKI, neįskaitant tabako) ilgesnio laikotarpio pajamingumo kreivės gale sumažėjo maždaug 27 baziniais punktais, o 5 m. su infliacija susietų apsikeitimo sandorių palūkanų norma po 5 m. buvo apie 2,1 %. Kartu pažymėtina, kad šie rinkos duomenimis pagrįsti infliacijos kompensavimo rodikliai nėra tiesioginis rinkos dalyvių faktinių infliacijos lūkesčių matas, nes į juos įtraukiami infliacijos rizikos priedai. Modeliu pagrįstų tikrųjų infliacijos lūkesčių, neįskaitant infliacijos rizikos priedų, įverčiai rodo, kad rinkos dalyviai ir toliau tikisi, jog ilgesniu laikotarpiu infliacija svyruos ties 2 %. Rinkos duomenimis pagrįstų trumpo termino infliacijos euro zonoje rezultatų rodikliai taip pat gerokai sumažėjo, o tai rodo, kad investuotojai tikisi, jog infliacija toliau mažės ir šių metų likusią dalį sudarys apie 2 %, o kitais metais bus žemiau 2 % ribos. Rinkos dalyvių lūkesčių patikslinimą iš dalies galima paaiškinti sumažėjusiomis pasaulinėmis energijos išteklių, ypač naftos, kainomis ir susirūpinimu dėl JAV ekonomikos augimo. Būtent, 1 m. su infliacija susietų apsikeitimo sandorių palūkanų norma po 1 m. apžvelgiamu laikotarpiu sumažėjo 47 baziniais punktais ir šiuo metu sudaro 1,7 %. Žvelgiant iš vartotojo perspektyvos, atrodo, kad infliacijos lūkesčiai pastaraisiais mėnesiais nusistovėjo. Remiantis 2024 m. liepos mėn. ECB atlikto vartotojų nuomonės tyrimo duomenimis, bendrosios infliacijos lūkesčių mediana per ateinančius metus nesikeičia ir sudaro 2,8 % (trečią mėnesį iš eilės), o lūkesčiai dėl infliacijos po 3 m. pakilo iki 2,4 % (birželio mėn. sudarė 2,3 %). Buvusios infliacijos

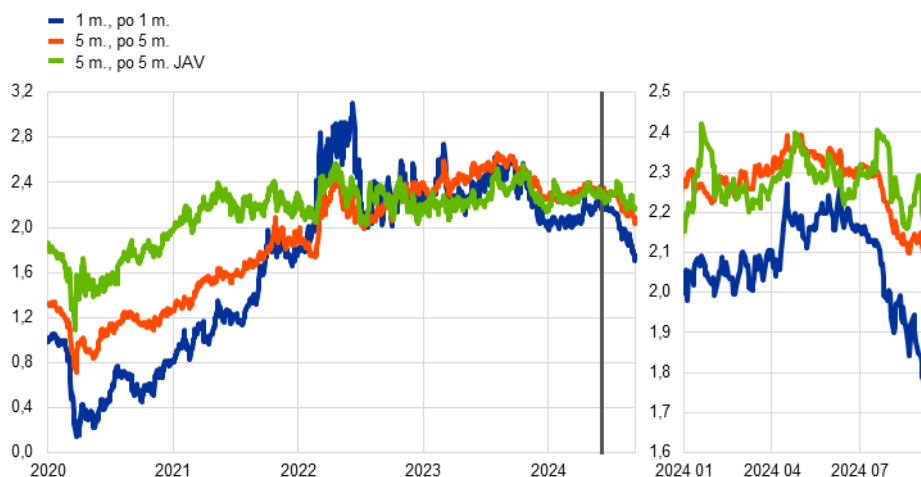
vertinimas 2024 m. liepos mėn. pablogėjo, bet ir toliau yra geresnis nei infliacijos lūkesčiai po 1 ir 3 m.

### 13 pav.

Rinkos duomenimis pagrįsti infliacijos kompensavimo ir vartotojų infliacijos lūkesčių rodikliai

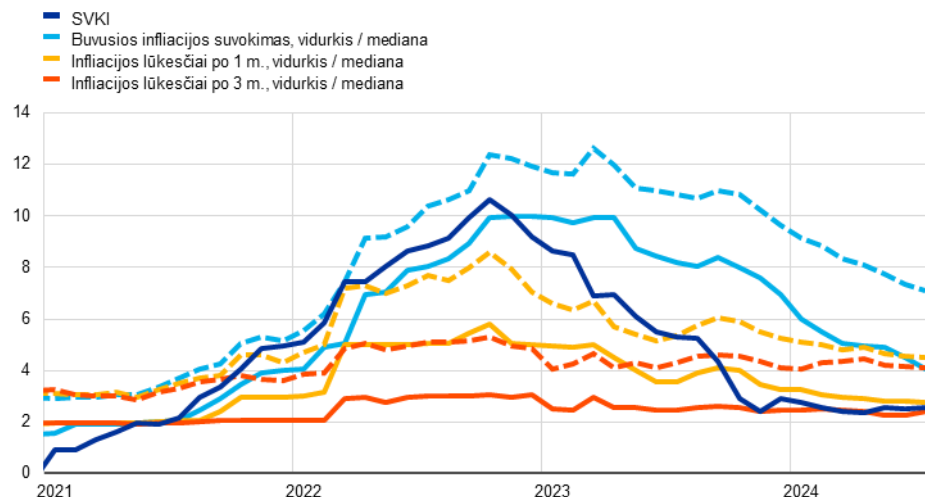
#### a) Rinkos duomenimis pagrįsti infliacijos kompensavimo rodikliai

(metinės palūkanų normos, procentais)



#### b) Bendroji infliacija ir ECB vartotojų nuomonės tyrimas

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Refinitiv, Bloomberg, Eurostatas, CES ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: a grafike vaizduojamos su infliacija susietų apskaitos sandorių išankstinės palūkanų normos skirtingais laikotarpiais euro zonoje ir atelities sandorių infliacijos norma po 5 m. JAV. Vertikali pilka linija žymi nagrinėjamo laikotarpio pradžią (2024 m. birželio 6 d.). b grafike brūkšninėmis linijomis pavaizduotas vidurkis, o ištisinėmis linijomis – mediana. Naujausi duomenys – 2024 m. rugsėjo 11 d. (išankstinių sandorių palūkanų normos), 2024 m. rugpjūčio mėn. (išankstinis įvertis, SVKI) ir 2024 m. liepos mėn. (kiti rodikliai).

#### 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėse prognozėse

numatoma, kad bendroji infliacija vidutiniškai sudarys 2,5 % (2024 m.) ir toliau mažės iki 2,2 % (2025 m.) ir iki 1,9 % (2026 m.) (žr. 14 pav.).

Numatoma, kad 2024 m. paskutinį ketvirtį bendroji infliacija šiek tiek padidės (daugiausia dėl energijos kainų bazės efekto), o po to vėl ims mažėti. Bendras sumažėjimas 2024 m. rodo toliau silpnėjantį kainodaros grandinės spaudimą ir pinigų politikos griežtinimo

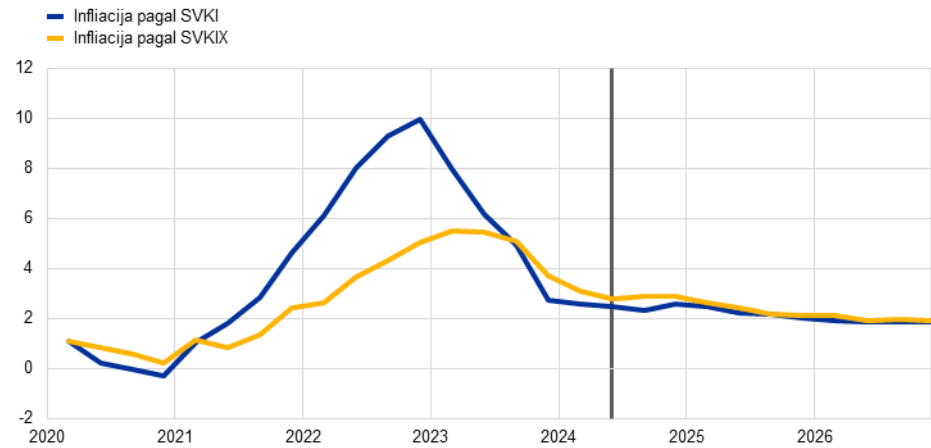


poveikį. Ateinančiais metais tikimasi laipsniško mažėjimo, nes darbo užmokesčio augimo ir infliacijos kompensavimo spaudimas įtemptomis darbo rinkos sąlygomis ir toliau slops. Bendrosios infliacijos prognozės nepasikeitė, palyginti su 2024 m. birželio mėn. prognozėmis. Palyginti su 2024 m. birželio mėn. prognozėmis, infliacijos pagal SVKIX prognozė 2024 ir 2025 m. dėl didesnės, nei tikėtasi, paslaugų infliacijos, šiek tiek padidinta – 0,1 procentinio punkto. Vis dėlto ECB ekspertai ir toliau tikisi, kad grynoji infliacija sparčiai mažės: nuo 2,9 % (2024 m.) iki 2,3 % (2025 m.) ir 2,0 % (2026 m.).

#### 14 pav.

#### Infliacija pagal SVKI ir SVKIX euro zonoje

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas ir 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozės.

Pastabos: pilka vertikalia linija pažymėtas paskutinis ketvirtis, einantis prieš prognozių laikotarpio pradžią. Naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio (faktiniai duomenys) ir 2026 m. ketvirtojo ketvirčio (prognozės). 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai parengtos 2024 m. rugpjūčio 29 d., o galutinė duomenų, panaudotų techninėms prielaidoms parengti, diena – 2024 m. rugpjūčio 16 d. Tiek praeities, tiek faktiniai duomenys apie infliaciją pagal SVKI ir SVKIX pateikti kas ketvirtį.

## 4 Finansų rinkų raida

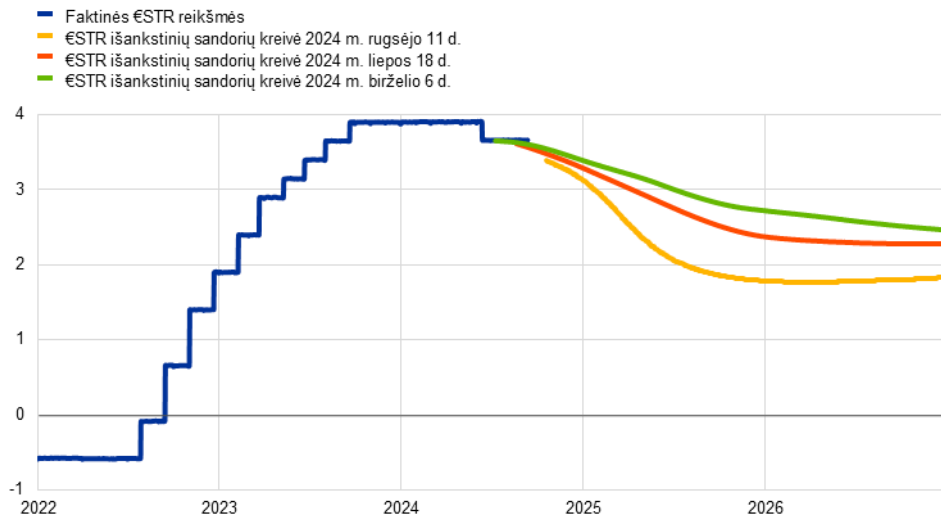
Apžvelgiamu laikotarpiu nuo 2024 m. birželio 6 d. iki rugsėjo 11 d. bendrai iš naujo įvertinta ekonomikos augimo ir infliacijos perspektyva mažino nerizikingas palūkanų normas pagrindinėse išsivysčiusios ekonomikos šalyse. Euro zonoje sumažėjo visų terminų išankstinių sandorių palūkanų normos ir rinkos dalyviai tikisi greitesnio ir didesnio bendro politikos palūkanų normų mažinimo. Konkrečiai kalbant, išankstinių sandorių palūkanų normos apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje reiškė, kad iki metų pabaigos palūkanų normos bus sumažintos apie 60 bazinių punktų, o rugsėjo mėn. Valdančiosios tarybos posėdyje jos sumažintos 25 baziniais punktais. Euro zonos ilgalaikės nerizingos nominaliosios palūkanų normos taip pat sumažėjo, ir tai visų pirma rodė mažesnę infliacijos kompensavimą, tačiau taip pat ir ilgalaikių realiųjų palūkanų normų sumažėjimą. Vyriausybės obligacijų pajamingumas taip pat sumažėjo, nors ir mažiau nei nerizikingų palūkanų normų, su tam tikrais svyravimais, kuriuos lėmė priešlaikiniai rinkimai Prancūzijoje ir rugpjūčio pradžioje vykęs išpardavimas pasaulio akcijų rinkose. Apžvelgiamu laikotarpiu rizikingo turto kainoms buvo būdingi dideli svyravimai. Rugpjūčio pradžioje labai sumažėjo akcijų kainos, sumažėjus norimai prisiimti rizikai ir paskelbus prastus pasaulio makroekonominis duomenis. Nepaisant reikšmingo atsigavimo po rugpjūčio pradžioje patirtų praradimų, euro zonos bendrovių akcijų kainos vis dar yra mažesnės nei birželio mėn. dėl sumažėjusių pelno lūkesčių ir padidėjusių rizikos priedų. Užsienio valiutų rinkose euro kursas pakilo JAV dolerio atžvilgiu, bet, apskaičiuotas užsienio prekybos svėrto atžvilgiu, iš esmės nepakito.

**Nuo birželio mėn. vykusio Valdančiosios tarybos posėdžio vienos nakties indeksų apsikeitimo sandorių (VNIAS) išankstinių sandorių kreivė smuktelėjo žemyn, nes rinkos dalyviai tikisi, kad daugiau bus sumažintos pinigų politikos palūkanų normos (žr. 15 pav.).** Apžvelgiamu laikotarpiu euro trumpalaikio skolinimosi norma (€STR) buvo vidutiniškai 3,7 % po birželio mėn. Valdančiosios tarybos priimto plačiai laukto sprendimo sumažinti ECB pagrindines palūkanų normas 25 baziniais punktais. Perteklinis likvidumas nuo birželio 6 d. iki rugsėjo 11 d. sumažėjo maždaug 130 mlrd. ir sudarė 3 072 mlrd. eurų. Tai daugiausia lėmė birželio mėn. grąžintos lėšos, pasiskolintos pagal trečiąją tikslinių ilgesnės trukmės refinansavimo operacijų seriją (TITRO III), ir sumažėję pinigų politikos vertybinių popierių portfeliai, nes Eurosystema nereinvestuoja pagrindinių sumų, gautų iš pagal turto pirkimo programą (TPP) įsigytų vertybinių popierių išpirkimo suėjus jų išpirkimo terminui, ir tik iš dalies reinvestuoja pagal specialiąją pandeminę pirkimo programą (SPPP) gautas pagrindines sumas. Nuo birželio mėn. Valdančiosios tarybos posėdžio VNIAS išankstinių sandorių kreivė pagal €STR smuktelėjo žemyn, reikšmingai sumažėjus rinkos sąlygomis pagrįsto infliacijos kompensavimo rodikliams ir paskelbus prastus pasaulinius makroekonominis duomenis. Rugsėjo mėn. vykusiame Valdančiosios tarybos posėdyje palūkanų normos sumažintos 25 baziniais punktais. Apskritai, išankstinių sandorių kreivė nuo birželio 6 d., kai buvo numatyta, kad 2024 m. palūkanų normos bus sumažintos maždaug 35 baziniais punktais, sumažėjo iki apie 60 bazinių punktų (rugsėjo 11 d.).

## 15 pav.

### €STR išankstinių sandorių palūkanų normos

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: Bloomberg ir ECB skaičiavimai.

Pastaba: išankstinių sandorių kreivė apskaičiuojama naudojant neatidėliotųjų VNIAS (€STR) normas.

### Euro zonos šalių ilgalaikės nerizikingos palūkanų normos taip pat sumažėjo nuo birželio mėn. Valdančiosios tarybos posėdžio, bet mažiau nei šios palūkanų normos JAV (žr. 16 pav.).

10 m. VNIAS norma sumažėjo 41 baziniu punktu ir apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje sudarė 2,2 %. Šį ilgalaikių nerizikingų nominaliųjų palūkanų normų sumažėjimą lėmė infliacijos sudedamosios dalies mažėjimas, iš dalies dėl paskelbtų euro zonos makroekonominių duomenų ir išaugusios pasaulinės rizikos, tačiau pirmiausia tai buvo susiję su JAV duomenų paskelbimu, po kurio JAV dar labiau sumažėjo ilgalaikių palūkanų normos. Konkrečiai kalbant, JAV ilgalaikės nerizikingos palūkanų normos svyravo daug labiau ir mažėjo daug pastebimiau apžvelgiamu laikotarpiu, ypač makroekonominių duomenų paskelbimo dienomis. Pavyzdžiui, 10 m. JAV išdo obligacijų pajamingumas sumažėjo 63 baziniais punktais – iki 3,7 %. Dėl šios priežasties skirtumas tarp ilgalaikių nerizikingų palūkanų normų euro zonoje ir JAV sumažėjo maždaug 20 bazinių punktų. 10 m. Jungtinės Karalystės vyriausybės obligacijų pajamingumas sumažėjo 42 baziniais punktais – iki 3,8 %.

## 16 pav.

### 10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas ir VNIAS norma pagal €STR

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: LSEG ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: vertikali pilka linija žymi apžvelgiamo laikotarpio pradžią (2024 m. birželio 6 d.). Naujausi duomenys – 2024 m. rugsėjo 11 d.

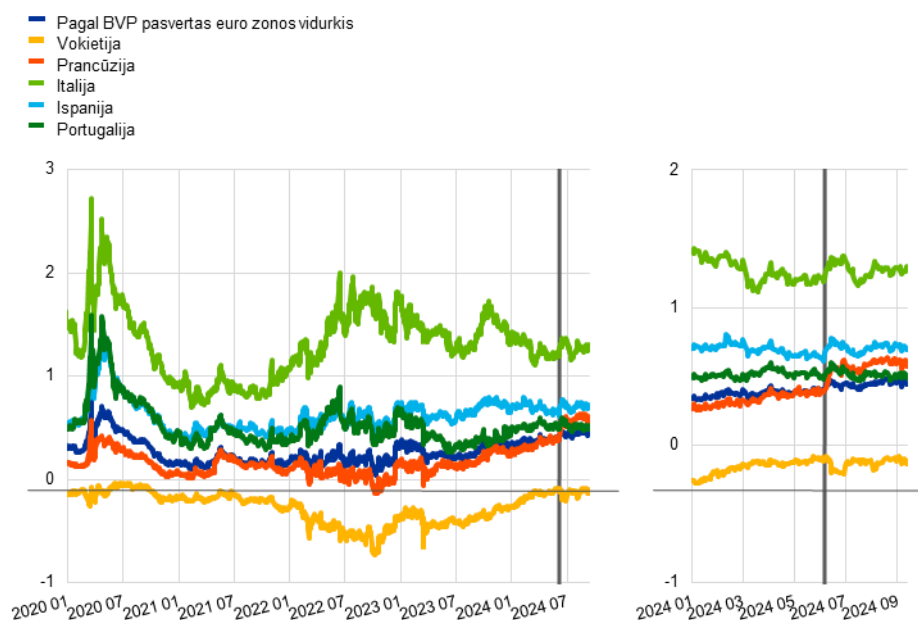
### Euro zonos vyriausybės obligacijų pajamingumas taip pat sumažėjo, nors ir mažiau nei nerizikingos palūkanų normos, o tai lėmė šiek tiek didesnius pajamingumo skirtumus (žr. 17 pav.).

Apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje pagal BVP pasvertas euro zonos šalių 10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas buvo maždaug 37 baziniais punktais mažesnis ir sudarė apie 2,7 %, todėl jo skirtumas, palyginti su VNIAS palūkanų norma, apskaičiuota pagal €STR, padidėjo 4 baziniais punktais. Labiau pastebimas buvo 10 m. Prancūzijos vyriausybės obligacijų pajamingumo ir 10 m. VNIAS pajamingumo skirtumo padidėjimas, kuris labai išryškėjo birželio 9 d. paskelbus apie pirmalaikius parlamento rinkimus Prancūzijoje, bet vėliau vėl šiek tiek sumažėjo. Apskritai, apžvelgiamu laikotarpiu Prancūzijoje vyriausybės obligacijų pajamingumo skirtumas padidėjo 17 bazinių punktų. Vyriausybės obligacijų pajamingumo skirtumų didėjimas taip pat fiksuotas Graikijoje, Ispanijoje ir Portugalijoje, maždaug priešlaikinių rinkimų Prancūzijoje ir išpardavimo pasaulio akcijų rinkose rugpjūčio pradžioje metu. Tačiau iki apžvelgiamo laikotarpio pabaigos, išskyrus Prancūziją, euro zonos šalių vyriausybės obligacijų pajamingumo skirtumai iš esmės grįžo į laikotarpio pradžioje stebėtą lygį.

### 17 pav.

#### Euro zonos šalių 10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumų ir €STR VNIAS normos skirtumai

(procentiniais punktais)



Šaltiniai: LSEG ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: vertikali pilka linija žymi apžvelgiamo laikotarpio pradžią (2024 m. birželio 6 d.). Naujausi duomenys – 2024 m. rugsėjo 11 d.

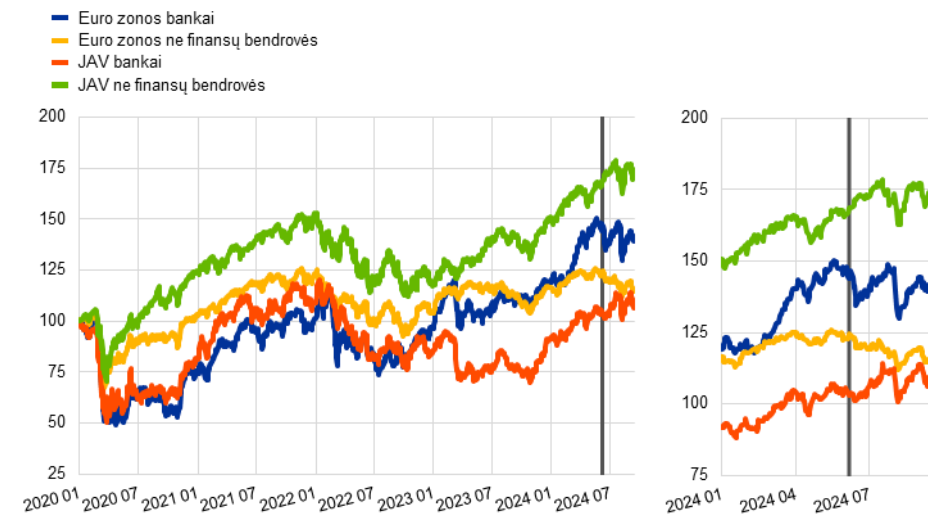
**Investicinį reitingą turinčių įmonių obligacijų pajamingumo skirtumai padidėjo, o didelio pajamingumo įmonių – labai padidėjo.** Investicinį reitingą turinčių įmonių obligacijų pajamingumo skirtumai šiek tiek svyravo, o apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje buvo 14 bazinių punktų didesni. Palyginkime: pajamingumo skirtumai didelio pajamingumo segmente padidėjo 57 baziniais punktais dėl finansų ir ne finansų bendrovių obligacijų pajamingumo skirtumų, kurie padidėjo atitinkamai 33 ir 64 baziniais punktais, pokyčių.

**Nepaisant dalinio atsigavimo po reikšmingo kritimo rugpjūčio pradžioje, euro zonos akcijų kainos buvo mažesnės apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje dėl blogėjančio rizikos vertinimo ir prastų makroekonominių duomenų, paskelbtų visame pasaulyje (žr. 18 pav.).** Apžvelgiamu laikotarpiu akcijų kainos labai svyravo. Iš pradžių jos sumažėjo paskelbimo apie priešlaikinius rinkimus Prancūzijoje metu, ir tai turėjo įtakos Prancūzijos bendrovėms ir sumažino anksčiau buvusį didelį norimos prisiimti rizikos lygį. Tada fiksuotas reikšmingas kritimas rugpjūčio pradžioje, kai paskelbti prasti makroekonominiai duomenys sukėlė baimę dėl nuosmukio JAV ir lėmė staigų norimos prisiimti rizikos sumažėjimą visame pasaulyje. Nors akcijų kainos abiejose Atlanto vandenyno pusėse beveik visiškai atsigavo rugpjūčio pradžioje, euro zonos bendrovių akcijų kainos atsiliko nuo JAV akcijų kainų. Dėl sumažėjusių pelno lūkesčių ir padidėjusių rizikos priedų euro zonos akcijų rinkų indeksai sumažėjo 5 % apžvelgiamu laikotarpiu, nors skirtinguose sektoriuose buvo tam tikrų skirtumų. Ne finansų bendrovių akcijų kainos sumažėjo 8 %, o bankų akcijų kainos – 4 %. Apžvelgiamu laikotarpiu JAV bendras akcijų kainų indeksas padidėjo, ne finansų bendrovių ir bankų akcijų kainoms pakilus apie 3 %.

## 18 pav.

### Euro zonos ir JAV akcijų kainų indeksai

(indeksas: 2020 m. sausio 1 d. = 100)



Šaltiniai: LSEG ir ECB skaičiavimai.

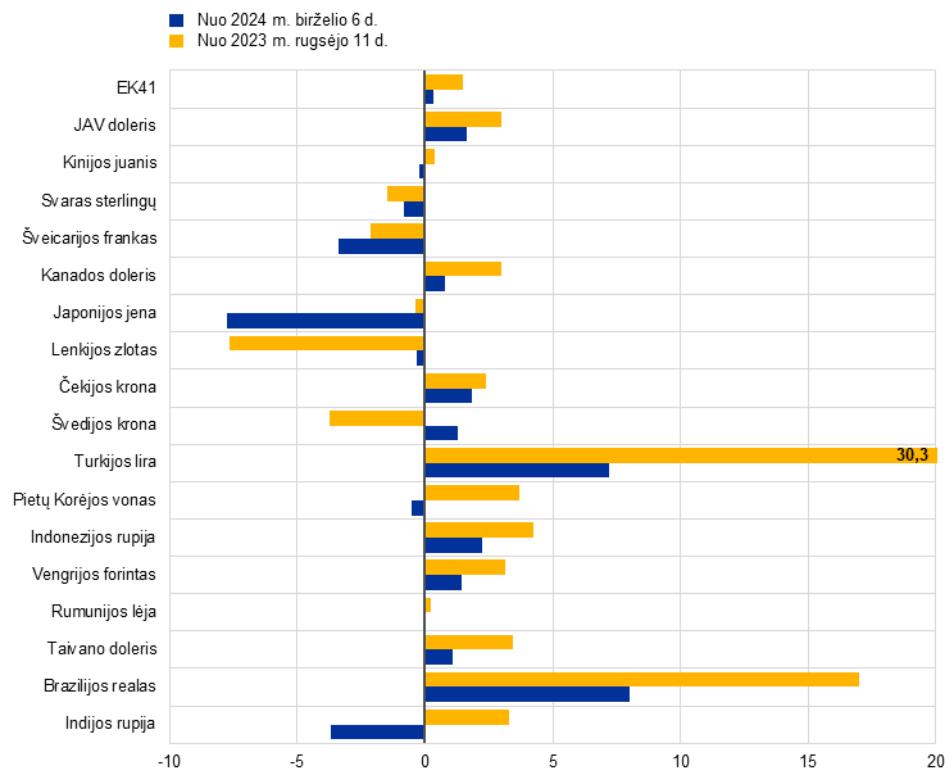
Pastabos: vertikali pilka linija žymi apžvelgiamo laikotarpio pradžią (2024 m. birželio 6 d.). Naujausi duomenys – 2024 m. rugsėjo 11 d.

**Užsienio valiutų rinkose euro valiuta pakilo 1,6 % JAV dolerio atžvilgiu, bet iš esmės nepakito prekybos sverto atžvilgiu (žr. 19 pav.).** Apžvelgiamu laikotarpiu euro nominalusis efektyvusis kursas 41 svarbiausios euro zonos prekybos partnerės valiutų atžvilgiu pabrango 0,3 %. Euro pabrangimą JAV dolerio atžvilgiu (1,6 %) iš esmės lėmė rugpjūčio pradžioje sumažėję rinkos dalyvių lūkesčiai dėl JAV federalinio rezervo sistemos pinigų politikos palūkanų normų, atsiradus JAV darbo rinkos atšalimo požymių. Euro vertė taip pat pakilo ir kitų besiformuojančių rinkų valiutų atžvilgiu. Ir priešingai, euras labai nuvertėjo Japonijos jenos (–7,7 %) ir Šveicarijos franko (–3,4 %) atžvilgiu po to, kai abiem valiutomis finansuojama spekuliacinio pobūdžio prekyba sumažėjo padidėjusių finansų rinkos svyravimų rugpjūčio pradžioje metu. Be to, euras svaro sterlingų atžvilgiu nuvertėjo 0,8 %.

## 19 pav.

### Euro kurso pokyčiai kai kurių valiutų atžvilgiu

(pokyčiai, procentais)



Šaltinis: ECB skaičiavimai.

Pastabos: EK41 – euro nominalusis efektyvusis kursas 41 svarbiausios euro zonos prekybos partnerės valiutų atžvilgiu. Teigiamas (neigiamas) pokytis rodo euro vertės didėjimą (mažėjimą). Pokyčiai apskaičiuoti remiantis 2024 m. rugsėjo 11 d. galiojusiais užsienio valiutų kursais.

## 5 Finansavimo sąlygos ir kredito raida

*Finansavimo sąnaudos ir toliau yra ribojamojo pobūdžio. 2024 m. liepos mėn. sudėtinės euro zonos bankų finansavimo sąnaudos ir bankų paskolų palūkanų normos tebebuvo didelės. Bankų paskolų įmonėms ir namų ūkiams augimo rodikliai ir toliau buvo nedideli, ir tai rodo dideles palūkanų normas, lėtą ekonomikos augimą ir griežtus kredito standartus. Nuo 2024 m. birželio 6 d. iki rugsėjo 11 d. finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kaina bendrovėms reikšmingai sumažėjo dėl mažėjusių nerizikingų palūkanų normų, o akcinio kapitalo finansavimo sąnaudos padidėjo. Pinigų kiekio (P3) metiniam augimo tempui buvo būdingi nedidelio stabilizavimosi požymiai, o grynosios užsienio įplaukos ir toliau buvo pagrindinis augimą skatinantis veiksnys.*

**Euro zonos bankų finansavimo sąnaudos ir toliau yra didelės.** Sudėtinės euro zonos bankų finansavimo skolintomis lėšomis sąnaudos tebebuvo stabiliai didelės nuo 2024 m. sausio mėn. ir nepasikeitė liepos mėn. (žr. 20 pav. a grafiką). Vis dar buvo didelės bankų finansavimo sąnaudos dėl finansavimo persikirstymo į brangesnius šaltinius, pavyzdžiui, į terminuotuosius indėlius (už juos atlyginama taikant didesnę palūkanų normą nei už vienos nakties indėlius) ir banko obligacijų emisiją, laipsniškai nutraukiant tikslinių ilgės trukmės refinansavimo operacijų (TITRO) finansavimą. Palūkanų normos, mokamos už terminuotuosius indėlius ir mažiau už vienadienius indėlius, sumažėjo nuo gegužės iki birželio mėn. ir nepakito liepos mėn. Palūkanų normos, skaičiuojamos už įspėjamojo laikotarpio indėlius, iš esmės nepasikeitė ir buvo stabilios. Bankų obligacijų pajamingumas sumažėjo, kai birželio mėn. buvo sumažintos pinigų politikos palūkanų normos ir tai atspindinti nerizikingų palūkanų normų kreivė, nors per vasarą obligacijų rinkose stebėti tam tikri svyravimai neleido atlikti didesnio finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis sąnaudų koregavimo (žr. 20 pav. b grafiką).



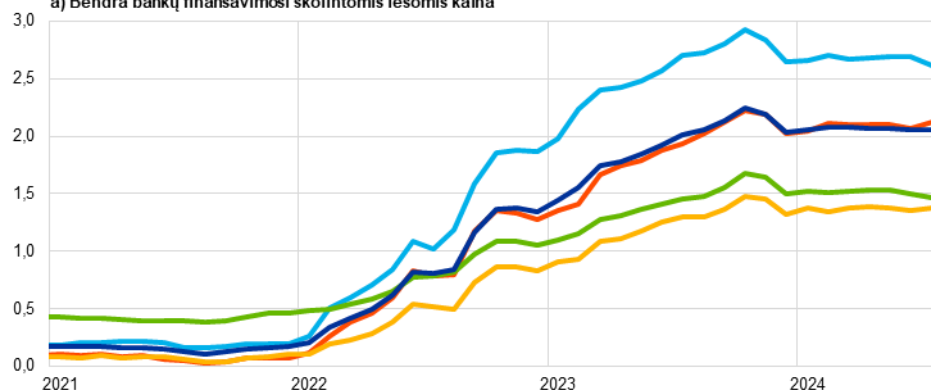
## 20 pav.

### Sudėtinės bankų paskolų palūkanų normos kai kuriose euro zonos šalyse

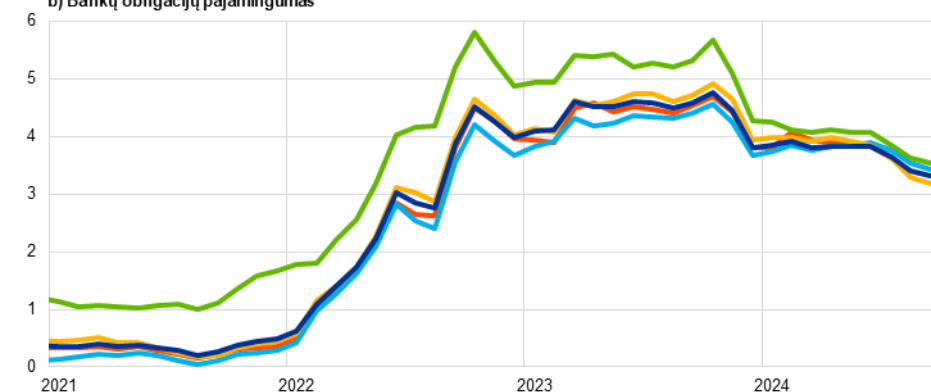
(metinės palūkanų normos, procentais)

- Euro zona
- Vokietija
- Prancūzija
- Italija
- Ispanija

a) Bendra bankų finansavimosi skolintomis lėšomis kaina



b) Bankų obligacijų pajamingumas



Šaltiniai: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC ir (arba) jos susijusios įmonės ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: sudėtinės bankų finansavimo sąnaudos – indėlių ir įkaitu neužtikrinto finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis svertinė kaina. Bendra indėlių kaina – pagal atitinkamus indėlių likučius apskaičiuotas svertinis naujų indėlių palūkanų normų už vienadienius indėlius, sutarto termino indėlius ir įspėjamojo laikotarpio indėlius vidurkis. Bankų obligacijų pajamingumas – pirmaeilių obligacijų mėnesio vidurkiai. Naujausi duomenys – 2024 m. liepos mėn. (sudėtinės bankų paskolų palūkanų normos) (žr. a grafiką) ir 2024 m. rugsėjo 11 d. (bankų obligacijų pajamingumas) (žr. b grafiką).

**Liepos mėn., palyginti su gegužės mėn., bankų paskolų įmonėms ir namų ūkiams palūkanų normos šiek tiek sumažėjo, nors vis dar buvo artimos aukščiausiam pastarųjų dvylikos metų lygiui.** Po nedidelio sumažėjimo birželio mėn. (žr. 21 pav. a grafiką) liepos mėn. paskolų ne finansų bendrovėms palūkanų normos iš esmės nepakito ir sudarė 5,06 %, su tam tikrais skirtumais įvairiose euro zonos šalyse ir pagal terminus. Liepos mėn. naujų paskolų namų ūkiams būstui įsigyti palūkanų normos šiek tiek sumažėjo – iki 3,75 %, po keturis mėnesius buvusio stabilaus lygio, maždaug 3,80 % (žr. 21 pav. b grafiką), nors ir buvo tam tikrų skirtumų tarp šalių.

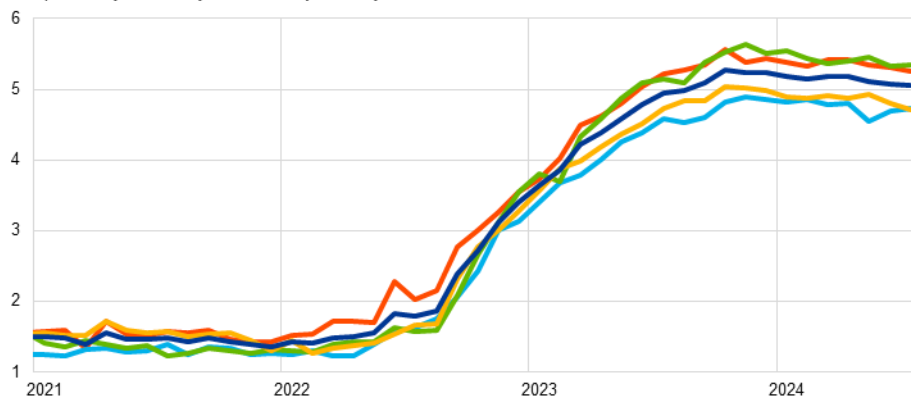
## 21 pav.

### Sudėtinės bankų paskolų įmonėms ir namų ūkiams palūkanų normos kai kuriose šalyse

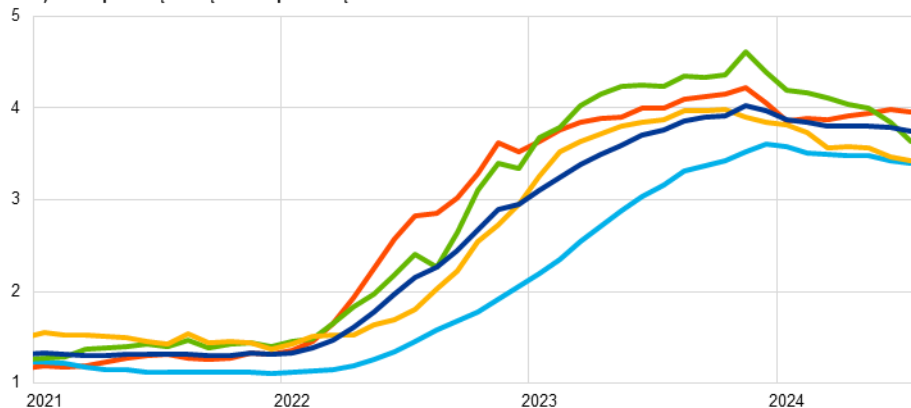
(metinės palūkanų normos, procentais)



a) Paskolų ne finansų bendrovėms palūkanų normos



b) Būsto paskolų namų ūkiams palūkanų normos



Šaltiniai: ECB ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: sudėtinės bankų paskolų palūkanų normos apskaičiuojamos agreguojant trumpalaikes ir ilgalaikes palūkanų normas, taikant naujų sandorių sumų 24 mėn. slankųjį vidurkį. Naujausi duomenys – 2024 m. liepos mėn.

### Nuo birželio 6 d. iki rugsėjo 11 d. finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kaina bendrovėms reikšmingai sumažėjo dėl sumažėjusių nerizikingų palūkanų normų, o akcinio kapitalo finansavimo sąnaudos padidėjo.

Remiantis mėnesiniais duomenimis, liepos mėn. ne finansų bendrovių bendra finansavimo kaina, t. y. sudėtinė skolinimosi iš bankų, rinkoje pasiskolintų lėšų ir nuosavo kapitalo savikaina, sudarė 6,2 % – buvo šiek tiek mažesnė nei birželio mėn., bet vis dar mažesnė už 2023 m. spalio mėn. pasiektą daugelio metų aukščiausią lygį (žr. 22 pav.)<sup>9</sup>. Tai buvo visų ne finansų bendrovių finansavimo sąnaudų sudedamųjų dalių sumažėjimo rezultatas, išskyrus bankų trumpalaikių paskolų kainas, kurios beveik nepakito. 2024 m. birželio 6 d.–rugsėjo 11 d. dienos duomenys patvirtina, kad finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kaina sumažėjo dėl gerokai mažesnės

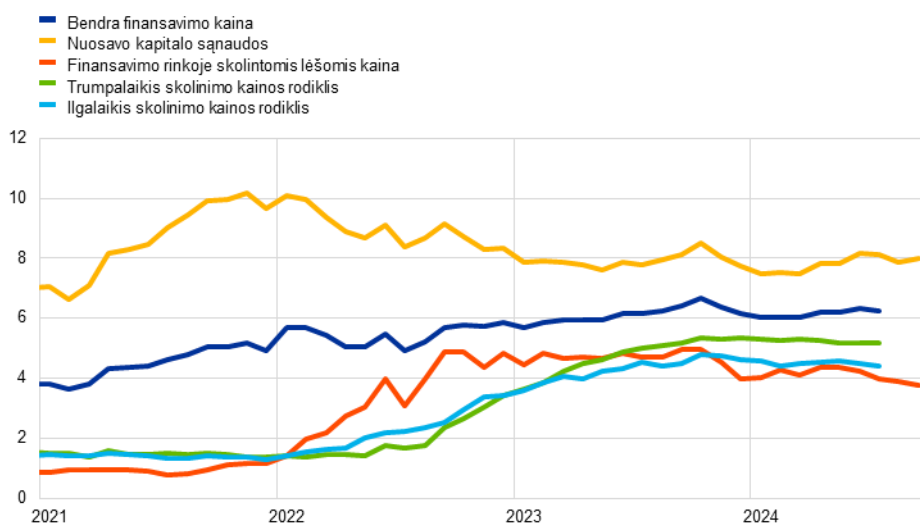
<sup>9</sup> Dėl vėluojančių duomenų apie skolinimosi iš bankų sąnaudas duomenys apie ne finansų bendrovių bendrą finansavimo kainą pateikiami tik iki 2024 m. liepos mėn.

nerizikingos palūkanų normos, apytikriai apskaičiuotos pagal 10 m. VNIAS normą, ir tai tik iš dalies atsvėrė šiek tiek padidėję ne finansų bendrovių išleistų obligacijų pajamingumo skirtumai, ypač didelio pajamingumo segmentuose. Neatsižvelgiant į nerizikingų palūkanų normų sumažėjimą, per tą patį laikotarpį akcinio kapitalo finansavimo sąnaudos padidėjo, o tai lėmė didėjantis nuosavo kapitalo rizikos priedas.

## 22 pav.

Nominalioji euro zonos bendrovių finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kaina ir sudedamųjų dalių poveikis

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: ECB, Eurostatas, Dealogic, Merrill Lynch, Bloomberg, LSEG ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: bendra ne finansų bendrovių finansavimosi kaina apskaičiuojama pagal mėnesinius duomenis kaip ilgalaikio ir trumpalaikio skolinimosi iš bankų kainos (mėnesio vidurkis duomenys), finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kainos ir nuosavo kapitalo sąnaudų (mėnesio pabaigos duomenys) svertinis vidurkis, remiantis jų atitinkamais likučiais. Naujausi duomenys – 2024 m. rugsėjo 11 d. (finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kaina, dienos duomenų mėnesinis vidurkis) ir 2024 m. liepos mėn. (bendra finansavimosi kaina ir skolinimosi iš bankų kaina, mėnesiniai duomenys).

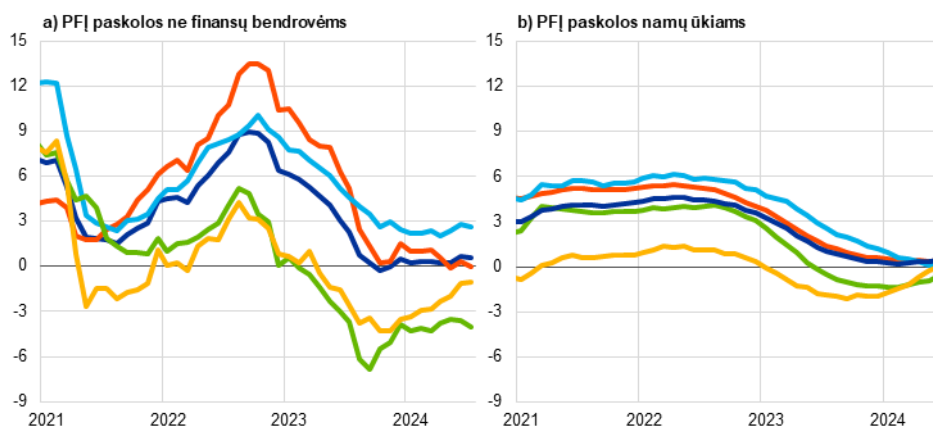
**Įmonių išorės finansavimo šrautai ir namų ūkių skolinimasis ir toliau buvo nedideli dėl didelių paskolų palūkanų normų, lėto ekonomikos augimo ir griežtų kredito standartų.** Liepos mėn. bankų paskolų įmonėms metinis augimo tempas šiek tiek sumažėjo – iki 0,6 % (birželio mėn. sudarė 0,7 %) (žr. 23 pav.).

Nors bankų trumpalaikių paskolų įmonėms srautas ir toliau yra nepastovus, bankų paskolų su ilgesniais grąžinimo terminais teikimo tempas lėtėjo, o jų apimtis beveik nedidėjo, tai atitinka mažas investicijas. Gegužės–liepos mėn. įmonės beveik neturėjo jokių skolos vertybinių popierių emisijų dėl neapibrėžtumo. Namų ūkių skolinimo metinis augimo tempas liepos mėn. padidėjo iki 0,5 % (birželio mėn. sudarė 0,3) ir toliau buvo vangus. Šie mažesni rodikliai rodė sumažėjusį skolinimą būstui įsigyti (liepos mėn. – 0,5 % metinis augimas) ir kitiems tikslams (liepos mėn. susitraukė 2,7 % per metus). Tačiau vartojimo kredito augimas buvo atsparesnis (liepos mėn. užfiksuotas 2,8 % metinis augimo tempas). Kaip matyti iš 2024 m. liepos mėn. ECB atlikto [vartotojų lūkesčių tyrimo](#) rezultatų, vis dar didelė (bet mažėjanti) grynoji dalis tyrimo respondentų teigė, kad per pastaruosius 12 mėn. tapo sunkiau gauti kreditą, ir numatė, kad per ateinančius 12 mėn. tai padaryti bus dar sunkiau.

## 23 pav.

### PFĮ paskolos kai kuriose euro zonos šalyse

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: ECB ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: pakoreguota dėl pinigų finansų įstaigų (PFĮ) paskolų pardavimo ir pakeitimo vertybiniais popieriais; ne finansų bendrovių atveju pakoreguota ir dėl tariamųjų lėšų sujungimo. Naujausi duomenys – 2024 m. liepos mėn.

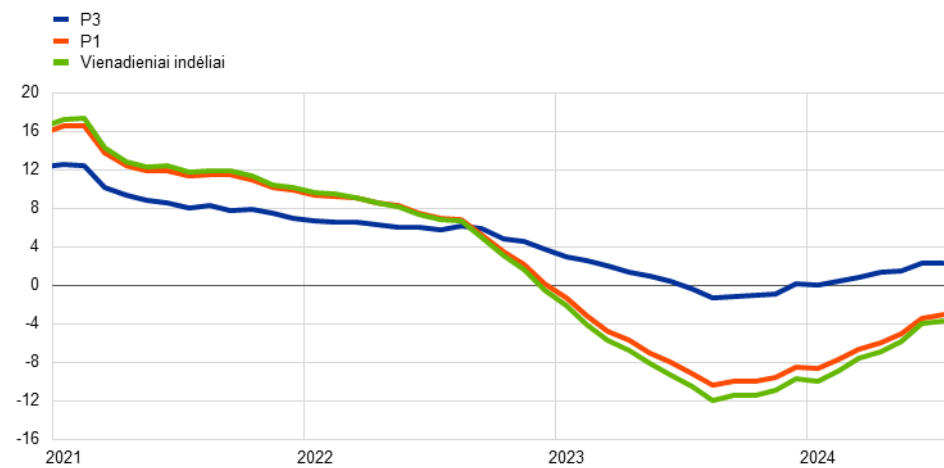
**Pinigų kiekio (P3) metinis augimo tempas euro zonoje rodė nedidelių stabilizavimosi požymių, o grynosios užsienio įplaukos ir toliau buvo pagrindinis augimą skatinantis veiksnys<sup>10</sup>.** P3 augimas nepakito ir liepos mėn. sudarė 2,3 %, esant mėnesinių srautų svyravimams (žr. 24 pav.). Metinis pinigų bazės (P1), kurią sudaro P3 likvidusis turtas, augimas tebebuvo neigiamas, bet toliau didėjo, liepos mėn. pakildamas iki –3,1 % (birželio mėn. buvo –3,4 %). Metinis vienadienių indėlių augimo tempas didėjo ir liepos mėn. sudarė –3,6 % (birželio mėn. buvo –4,0 %). Užsienio įplaukos vis dar buvo vienintelis nuoseklus teigiamas pinigų kiekio augimą skatinantis veiksnys, sumažėjęs skolinimui namų ūkiams, toliau traukiantis Eurosistemos balansui ir bankams išleidžiant ilgalaikes obligacijas (kurios nėra įtraukiamos į P3) gražinant TITRO lėšas.

<sup>10</sup> Žr. šio Ekonomikos biuletenio interą „Pinigų ir kredito dinamika euro zonoje ir palyginimas su JAV“.

## 24 pav.

### P3, P1 ir vienadieniai indėliai

(metiniai pokyčiai, procentais; dėl sezoniškumo ir kalendoriškai pakoreguota)



Šaltinis: ECB.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. liepos mėn.

## 6 Fiskalinė raida

*Remiantis 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, numatoma, kad euro zonos šalių valdžios sektoriaus biudžeto deficitas sumažės nuo 3,6 % BVP (2023 m.) iki 3,3 % BVP (2024 m.) ir dar iki 3,2 % (2025 m.) ir 3,0 % (2026 m.). Prognozuojama, kad fiskalinė politika euro zonoje bus gerokai sugriežtinta 2024 m. ir dar taps griežtesnė, nors ir mažiau, per kitus dvejus metus. 2024 m. griežtinimas daugiausia susijęs su tuo, kad naikinama didelė dalis paramos priemonių, susijusių su energetika ir infliacija. 2025 ir 2026 m. bus griežtinama ir toliau dėl to, kad tebebus atsisakoma likusių paramos energetikai priemonių, didės tiesioginiai mokesčiai bei socialinio draudimo įmokos ir lėčiau didės fiskaliniai pervedimai. Netrukus vyriausybės pirmą kartą paskelbs savo nacionalinius vidutinės trukmės laikotarpio fiskalinius struktūrinius planus, parengtus pagal ES peržiūrėtą ekonomikos valdymo sistemą. Jei ši peržiūrėta sistema bus įgyvendinama visapusiškai, skaidriai ir neatidėliojant, šalių vyriausybės ilgainiui galės sumažinti savo biudžeto deficitą ir skolos rodiklius. Vyriausybės jau dabar turėtų žengti ryžtingus žingsnius šia kryptimi rengdamos savo vidutinės trukmės laikotarpio planus.*

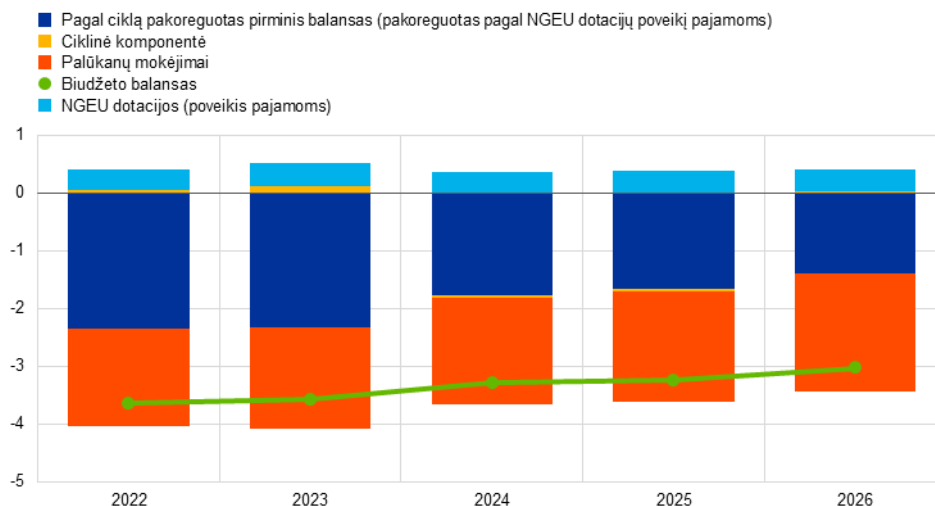
**Pagal 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozes, numatoma, kad prognozių laikotarpiu euro zonos valdžios sektoriaus biudžeto balansas turėtų nuosaikiai gerėti (žr. 25 pav.)<sup>11</sup>.** Nors 2022 ir 2023 m. euro zonos biudžeto deficitas nepakito ir sudarė 3,6 % BVP, prognozių laikotarpiu jis turėtų po truputį mažėti ir 2024 m. pasiekti 3,3 %, 2025 m. – 3,2 %, o 2026 m. – 3,0 % BVP. Tokios prognozės daugiausia susijusios su tuo, kad pagal ciklą pakoreguotas pirminis balansas prognozių laikotarpiu iš lėto mažės, bet vis dar bus neigiamas. Labiausiai jis sumažės 2024 m. panaikinus didžiąją dalį likusių paramos priemonių, susijusių su energetika ir infliacija. Tačiau šį poveikį iš dalies kompensuos pamažu per visą laikotarpį didėjančios palūkanų išlaidos, kurios rodo lėtą ankstesnių palūkanų normų didinimo įtaką, atsižvelgiant į ilgus valstybės skolos priemonių likutinius terminus.

<sup>11</sup> Žr. 2024 m. rugsėjo 12 d. ECB interneto svetainėje paskelbtas [2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozes euro zonai](#).

## 25 pav.

### Biudžeto balansas ir jo struktūra

(procentais, palyginti su BVP)



Šaltiniai: ECB skaičiavimai ir 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozės euro zonoje.  
Pastaba: pateikti bendri 20 euro zonos šalių (įskaitant Kroatiją) valdžios sektoriaus duomenys.

**Palyginti su 2024 m. birželio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, biudžeto deficitas visą prognozių laikotarpį turėtų būti šiek tiek didesnis.** Tokią mažiau palankią perspektyvą lemia sustiprinta diskretinė fiskalinė politika, nes šiuo metu atrodo, kad kai kurių šalių konsolidavimo planai gali būti ir nevisiškai įgyvendinti. Be to, neigiamas atnaujintų makroekonominių prognozių sudėties poveikis prisideda prie didesnio pirminio deficito, susijusio su tuo, kad sumažintos daug mokesčių apimančios bazės, pavyzdžiui, atlygis darbuotojams ir nominalusis privatusis vartojimas, todėl biudžeto balansas procentais, palyginti su BVP, 2024 m. sumažintas 0,2, o 2025 ir 2026 m. – atitinkamai dar 0,4 ir 0,5 procentinio punkto.

**Vis dar prognozuojama, kad 2024 m. fiskalinės politikos pozicija euro zonoje gerokai sugriežtės, o per kitus dvejus metus dar šiek tiek sugriežtės**<sup>12</sup>. Metinis pagal ciklą pakoreguoto pirminio balanso pokytis, pakoreguotas pagal dotacijas, suteiktas šalims pagal priemonę NGEU, rodo, kad 2024 m. fiskalinė politika euro zonoje gerokai sugriežtės (0,5 procentinio punkto BVP). Tai daugiausia susiję su tuo, kad tebebus atsisakoma didelės dalies vyriausybės taikytų paramos priemonių, susijusių su energetika ir infliacija. Prognozuojama, kad 2025 ir 2026 m., atsisakant likusių paramos energetikai priemonių, taip pat didėjant tiesioginiams mokesčiams bei socialinio draudimo įmokoms ir lėčiau didėjant fiskaliniams pervedimams, fiskalinė politika ir toliau griežtės, nors ir ne taip sparčiai. Numatoma, kad šiuos griežtinimo veiksmus tik iš dalies kompensuos padidėjęs valdžios sektoriaus vartojimas ir investicijos. Atsižvelgiant į tai, bendras fiskalinės politikos pozicijos

<sup>12</sup> Fiskalinės politikos pozicija parodo ekonomikos fiskalinio skatinimo kryptį ir mastą, apimančius daugiau nei automatinių viešųjų finansų reakciją į ekonomikos ciklą. Čia ji vertinama kaip pagal ciklą pakoreguoto pirminio balanso rodiklis, atėmus valstybės paramos finansų sektoriui įtaką, pokytis. Kadangi su priemonės NGEU dotacijomis iš ES biudžeto susijusios didesnės biudžeto pajamos neturi mažinančio poveikio paklausai, pagal ciklą pakoreguotas pirminis balansas šių pajamų neapima. Daugiau apie euro zonos fiskalinę politiką žr. straipsnyje "The euro area fiscal stance", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

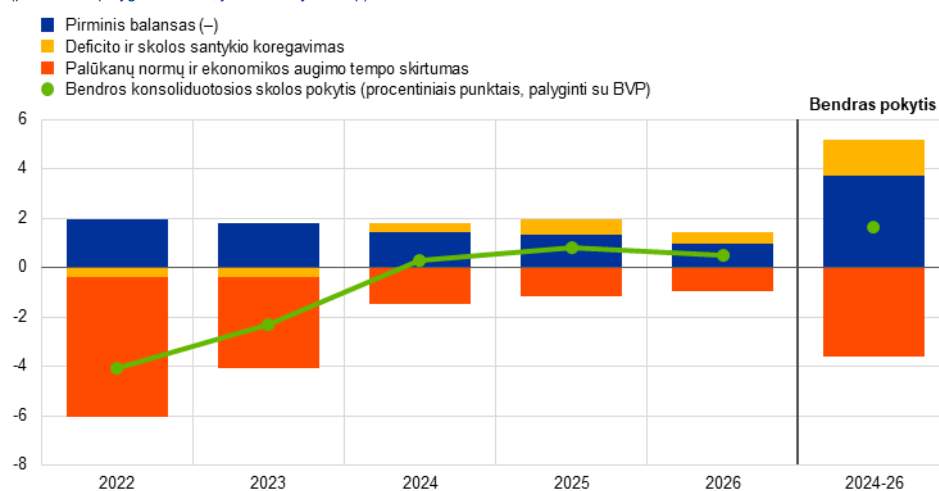
griežtinimas 2024–2026 m. prognozių laikotarpiu sudarys 0,9 procentinio punkto BVP.

**Prognozuojama, kad euro zonos skolos ir BVP santykis lėtai didės, nors jau yra didelis (žr. 26 pav.).** Per pandemiją skolos santykis reikšmingai padidėjo – iki maždaug 97 % (2020 m.). Nors nuo to laiko jis iš lėto sumažėjo, atrodo, kad ši teigiama tendencija baigėsi. Šiuo metu manoma, kad iki prognozių laikotarpio pabaigos skolos rodiklis iš lėto padidės iki beveik 90 % BVP (2023 m. jis sudarė apie 88 % BVP) dėl pirminių deficitų ir numatomų teigiamų deficito ir skolos santykio koregavimų, kuriuos kompensuoja mažėjantys, bet vis dar neigiami palūkanų normų ir ekonomikos augimo tempo skirtumai.

## 26 pav.

### Euro zonos valdžios sektoriaus skolos kaitos veiksniai

(procentais, palyginti su BVP, jei nenurodyta kitaip)



Šaltiniai: ECB skaičiavimai ir 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai.  
Pastaba: pateikti bendri 20 euro zonos šalių (įskaitant Kroatiją) valdžios sektoriaus duomenys.

**Jei ES peržiūrėta ekonomikos valdymo sistema bus įgyvendinama visapusiškai, skaidriai ir neatidėliojant, šalių vyriausybės ilgainiui galės sumažinti savo biudžeto deficitą ir skolos rodiklius.** Įžengusių į naujos valdymo sistemos įgyvendinimo etapą, valstybių narių buvo prašoma iki rugsėjo 20 d. pirmą kartą pateikti Europos Komisijai savo nacionalinius vidutinės trukmės laikotarpio fiskalinius struktūrinius planus. Tačiau iš kelių šalių gauta signalų, kad jos vėluoja tai padaryti ir kad jos šiuos planus pateiks iki spalio 15 d. kartu su 2025 m. biudžeto planų projektais. Vyriausybės jau dabar turėtų žengti ryžtingus žingsnius šia kryptimi rengdamos savo vidutinės trukmės laikotarpio planus. Per artimiausius kelerius metus euro zonos lygmeniu reikės konsoliduoti viešuosius finansus taip, kad būtų skatinamas ekonomikos augimas.



# Intarpai

## 1 Darbo našumo augimas euro zonoje ir JAV: trumpalaikiai ir ilgalaikiai pokyčiai

Parengė António Dias da Silva, Paola Di Casola, Ramon Gomez-Salvador ir Matthias Mohr

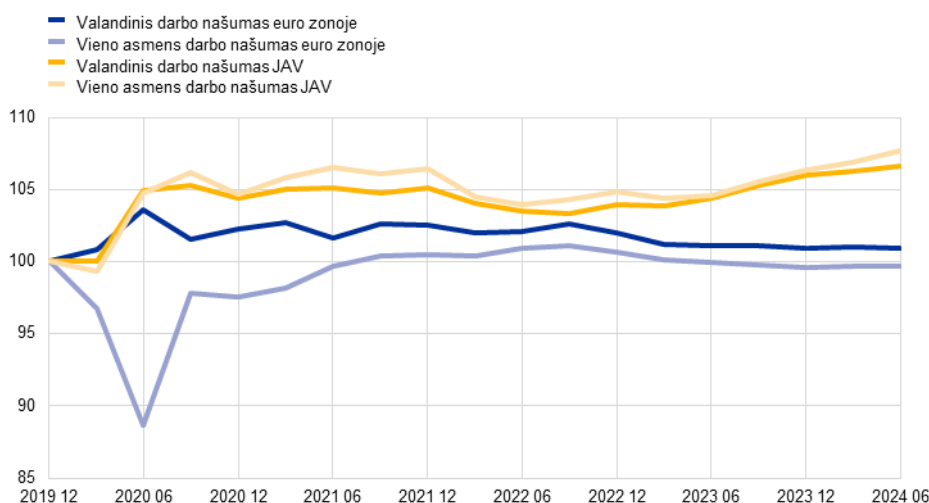
**Nuo 2019 m. ketvirtojo ketvirčio iki 2024 m. antrojo ketvirčio darbo našumas, tenkantis vienai dirbtai valandai, euro zonoje padidėjo 0,9 %, o JAV – 6,7 %.**

Žvelgiant istoriškai, darbo našumo augimas euro zonoje buvo ne toks spartus kaip JAV, o prasidėjus pandemijai, pokyčiai euro zonoje vyko itin lėtai. Darbo našumo augimo skirtumas ėmė reikštis 2020 m. antrąjį ketvirtį, nes bendros darbo sąnaudos, kaip BVP dalis, JAV mažėjo daugiau nei euro zonoje, todėl darbo našumas šoktelėjo labiau (žr. A pav.). Tai iš dalies lėmė darbo vietų išsaugojimo schemų įgyvendinimas euro zonoje, o JAV tuo metu sparčiai didėjo nedarbas. Kurį laiką mažėjęs, darbo našumo augimo atotrūkis po 2022 m. vidurio vėl ėmė didėti, darbo našumo augimui euro zonoje smukus dėl smarkaus energijos kainų sukrėtimo. Šiame interpe nagrinėjamas sektorių darbo našumo ir istorinių pokyčių vaidmuo aiškinant pastaruoju metu stebėtą bendro darbo našumo augimo skirtumą tarp šių dviejų regionų. Šis atotrūkis susijęs tiek su cikliniais, tiek su struktūriniais veiksniais.

### A pav.

#### Darbo našumo augimas euro zonoje ir JAV

(2019 m. IV ketv. = 100)



Šaltiniai: Eurostatas, JAV ekonominės analizės biuras ir JAV darbo jėgos statistikos biuras.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio.

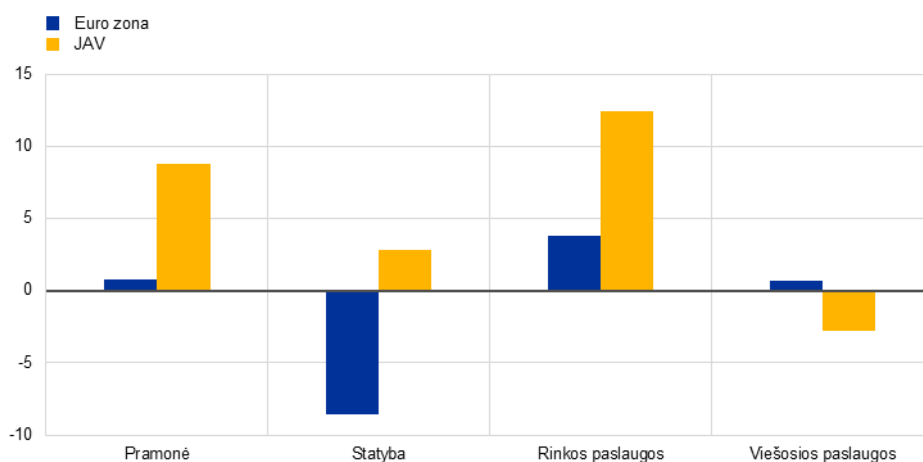
**Nuo 2019 m. ketvirtojo ketvirčio iki 2024 m. pirmojo ketvirčio darbo našumas euro zonoje didėjo lėčiau beveik visuose sektoriuose.** Valandinis darbo našumas rinkos paslaugų sektoriuje JAV padidėjo 12,4 %, o euro zonoje per tą patį laikotarpį – tik 3,8 % (žr. B pav.). Dviejuose subsektoriuose JAV augimas buvo daug spartesnis

nei euro zonoje. JAV informacijos ir ryšių sektorius išaugo 27,2 %, o profesinių paslaugų – 18,7 %. Darbo našumas šiuose subsektoriuose euro zonoje paaugo atitinkamai tik 6,5 ir 5,0 %. Vertinant pramonės sektorių, valandinis darbo našumas JAV padidėjo 8,8 %, o euro zonoje – tik 0,8 %. Tiesa, nuo 2019 m. ketvirtojo ketvirčio iki 2022 m. pirmojo ketvirčio darbo našumas pramonės sektoriuje abiejuose regionuose augo panašiai. Nuo 2021 m. gerokai sparčiau kilusios dujų kainos dėl Rusijos karo prieš Ukrainą Europoje didėjo sparčiau ir ilgiau nei JAV, todėl tai daug labiau veikė pramonės sektorių euro zonoje, kurioje produkcijos augimas sulėtėjo, o užimtumo lygis ir toliau buvo aukštas. Darbo našumas iš keturių sektorių euro zonoje, vertinamų B pav., kilo sparčiau nei JAV tik viešųjų paslaugų sektoriuje. Anksčiau atlikta analizė parodė, kad po pandemijos sparčiau didėjęs darbo našumas JAV yra susijęs su darbo rinkos pokyčiais ir didesnėmis investicijomis į skaitmeninimą<sup>1</sup>. Šie gausūs pokyčiai išryškino kontrastingą darbo našumo ciklinį pobūdį abiejuose regionuose. Darbo našumas euro zonoje yra labai procikliškas, o JAV, kur darbo jėga lanksčiau prisitaiko prie gamybos, jis yra ne toks procikliškas<sup>2</sup>. Todėl, euro zonos BVP kilus lėčiau nei JAV, dėl didesnio procikliškumo euro zonoje darbo našumo augimo skirtumai padidėjo.

## B pav.

### Valandinio darbo našumo augimas pagrindiniuose sektoriuose

(bendras pokytis nuo 2019 m. ketvirtojo ketvirčio iki 2024 m. trečiojo ketvirčio)



Šaltiniai: Eurostatas, JAV ekonominės analizės biuras ir JAV darbo jėgos statistikos biuras.

- <sup>1</sup> Žr. Dao, M. and Platzer, J., “Post-pandemic Productivity Dynamics in the United States”, *IMF Working Papers*, Vol. 2024, No 124, IMF. Veikiausiai pramonės politika JAV (pvz., Infliacijos mažinimo įstatymas ir Naudingų paskatų gaminti puslaidininkius kūrimo ir mokslo aktas) veiksmingiau skatino investicijas pagrindiniuose sektoriuose, teigia de Soyres, F., Garcia-Cabo Herrero, J., Goernemann, N., Jeon, S., Lofstrom, G. ir Moore, D., “Why is the U.S. GDP recovering faster than other advanced economies?” *FEDS Notes*, Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, May 17, 2024. Taip pat žr. interpa „Atsigavimas po pandemijos – kodėl euro zonos ekonomika auga lėčiau nei JAV?“, *Ekonomikos biuletėnis*, ECB, 2024, Nr. 4, jame nurodyta, kad privačios investicijos JAV buvo didesnės nei euro zonoje.
- <sup>2</sup> Žr. Fernald, J. G. ir Wang, J. C., “Why Has the Cyclical of Productivity Changed? What Does It Mean?”, *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper Series*, 2016-07; Arce, Ó. ir Sondermann, D., “Low for long? Reasons for the recent decline in productivity”, *The ECB Blog*, 6 May 2024; interpa „Užimtumo euro zonoje didėjimo po pandemijos veiksniai: modelių pagrįsta perspektyva“, *Ekonomikos biuletėnis*, ECB, 2024, Nr. 4; interpa „Didesnės pelno maržos padėjo įmonėms išlaikyti darbo jėgą“, *Ekonomikos biuletėnis*, ECB, 2024, Nr. 4; ir Arce, Ó., Consolo, A., Dias Da Silva, A. ir Mohr, M., “More jobs but fewer working hours”, *The ECB Blog*, 7 June, 2023.

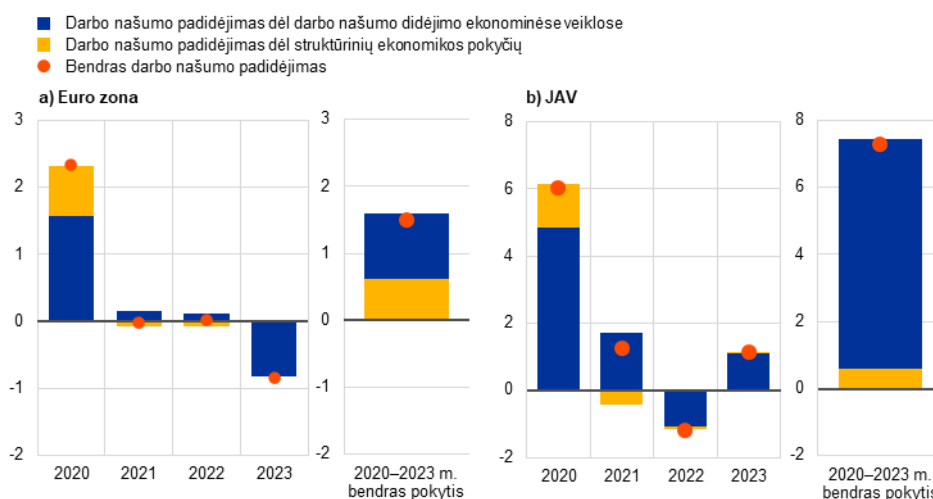
### Abiejuose regionuose darbo našumo augimas daugiausia susijęs su augimu sektoriuose, o ne sektorių sudėties pokyčiais.

Taip yra nepaisant to, kad per pandemiją visuose sektoriuose įvyko staigūs gamybos pokyčiai – iš pradžių dėl karantino priemonių, o vėliau dėl pasaulinių tiekimo grandinių sutrikimų<sup>3</sup>. Darbo jėgos pasitraukimas iš mažo darbo našumo sektorių į didelio darbo našumo sektorius tarp komponentų 2020 m. buvo teigiamas, tačiau po 2020 m. pirmojo ketvirčio jo įtaka bendram darbo našumo pokyčiui buvo nedidelė abiejuose regionuose (žr. C pav.). Šis nedidelis poveikis buvo susijęs su mažo darbo našumo sektorių užsivėrimu ir vėliau jų atsivėrimu. Vertinant apskritai, 2020 m. pasiektu teigiamu persiskirstymu paaškinama pusė 2020–2023 m. bendro darbo našumo augimo euro zonoje. JAV šis poveikis buvo tokio pat dydžio, tačiau dėl gerokai spartesnio darbo našumo augimo šioje šalyje jis buvo labiau ribotas.

### C pav.

#### Valandinio darbo našumo poslinkio analizė

(metinis ir bendras pokytis, 2020–2023 m.)



Šaltiniai: ECB ekspertų apskaičiavimai, pagrįsti Eurostato duomenimis, JAV ekonominės analizės biuro ir JAV darbo jėgos statistikos biuro duomenys.

Pastaba: skaičiavimai atlikti pagal poslinkio analizę, pateiktą Denis, C., McMorrow, K. ir Röger, W., "An analysis of EU and US productivity developments (a total economy and industry level perspective)", *European Economy – Economic Papers*, No 208, European Commission, July 2004, p. 78.

### Po pandemijos įvykę pokyčiai prisideda prie darbo našumo euro zonoje ir JAV atotrūkio didėjimo, trunkančio du dešimtmečius, ir rodo struktūrinių veiksmų reikšmę.

1995–2019 m. JAV valandinis darbo našumas padidėjo apie 50 %, arba 2,1 % per metus, o euro zonoje per tą laiką jis padidėjo tik 28 %, arba 1 % per metus<sup>4</sup>. Darbo našumą išskaidžius į kapitalo kiekio, tenkančio vienai dirbtai valandai, didinimą ir bendrąją gamybos veiksmių darbo našumą (BGVN), matyti, kad šio šimtmečio pirmąjį dešimtmetį darbo našumą euro zonoje neigiamai paveikė reikšmingiau sumažėjęs BGVN (žr. D pav.). 2014–2019 m. BGVN šiek tiek atsigavo, o kapitalo kiekio, tenkančio vienai dirbtai valandai, didinimo poveikis buvo neigiamas.

<sup>3</sup> Žr. interpa "Recent country-specific and sectoral developments in labour productivity in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024; straipsnį "The impact of recent shocks and ongoing structural changes on euro area productivity growth", *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2024; ir Consolo, A. ir Petroulakis, F., "Did COVID-19 induce a reallocation wave?" *Economica* (bus paskelbta vėliau).

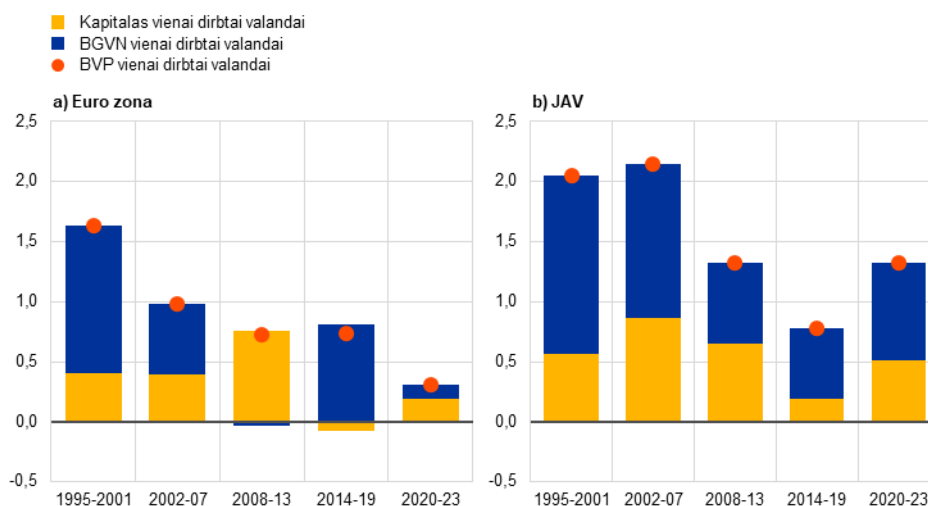
<sup>4</sup> Tuo pačiu laikotarpiu vieno samdomojo darbuotojo darbo našumas JAV padidėjo apie 44 %, t. y. 1,8 % per metus, o euro zonoje – tik 20 %, t. y. 0,8 % per metus.

Kai kurių autorių vertinimu, tai, kad JAV geba geriau kurti ir naudoti skaitmenines technologijas gamybos procese, yra vienas iš pagrindinių paskatų, lemiančių darbo našumo JAV ir euro zonoje atotrūkį<sup>5</sup>. Nors dėl pastaruosiu metu pagausėjusios nelegalios imigracijos darbo našumas po pandemijos galbūt šiek tiek ir sparčiau didėjo, vertinama, kad šis poveikis yra nedidelis. Euro zonoje skaitmeninimo poveikis skirtinguose sektoriuose labai nevienodas. Palyginti su JAV, skaitmeninimu naudojasi mažiau įmonių. Iš dalies tai gali būti susiję su tuo, kad euro zonos įmonės yra palyginti mažesnės<sup>6</sup>. Kaip matyti iš mūsų skaičiavimų, atliktų remiantis ES KLEMS duomenimis (kapitalo (K), darbo (L), energijos (E), medžiagų (M) ir paslaugų (S) sąnaudų duomenimis), 1995–2019 m. informacijos ir ryšių sektoriaus indėlis į bendrą valandinio darbo našumo augimą JAV sudarė apie 20 %, o euro zonoje – tik apie 12 %.

## D pav.

### Valandinio darbo našumo augimo išskaidymas

(procentais, per metus)



Šaltiniai: Europos Komisijos AMECO duomenų bazė ir ECB ekspertų skaičiavimai.

### Apibendrinant pasakytina, kad darbo našumo euro zonoje ir JAV augimo skirtumai turi tiek ciklinių, tiek struktūrinių bruožų.

Pastaruosius ketverius metus buvusį gerokai mažesnę darbo našumo augimą euro zonoje iš dalies galima paaiškinti tuo, kad ciklinis darbo našumo augimo pobūdis šiame regione yra ryškesnis, gamybos ir realiųjų pajamų slopinimas dėl padidėjusių energijos kainų yra stipresnis ir trunka ilgiau, taip pat labiau juntamas neapibrėžtumo, susijusio su Rusijos karu prieš Ukrainą, poveikis. Tiesa, du dešimtmečius iki pandemijos darbo našumas JAV kilo beveik du kartus sparčiau nei euro zonoje, tai rodo, kad darbo

<sup>5</sup> Žr. Van Ark, B., O'Mahoney, M. and Timmer, M., "The Productivity Gap between Europe and the United States: Trends and Causes", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 22, No 1, 2008, pp. 25-44; Schivardi, F. irchmitz, T., "The IT Revolution and Southern Europe's Two Lost Decades" *Journal of the European Economic Association*, Vol. 8, No 5, 2020, pp. 2441-2486; taip pat C.-T., Klenow, P. J. irhimizu, K., "Romer or Ricardo?", *Working Papers*, Hoover Institution, 2022.

<sup>6</sup> Žr. Reis, R., "Letting large European firms grow", *Think Tank*, European Parliament, 2024, ir Poschke, M., "The Firm Size Distribution across Countries and Skill-Biased Change in Entrepreneurial Technology", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 10, No 3, 2018, pp. 1-41; taip pat Anderton, R., Botelho, V. ir Reimers, P., "Digitalisation and productivity: gamechanger or sideshow?", *Working Paper Series*, No 2794, ECB, Frankfurt am Main, March 2023.

našumo augimo skirtumams įtakos turi ir struktūriniai veiksniai. Tai, kad darbo našumas JAV informacijos ir ryšių sektoriuje yra didesnis, o euro zonos įmonių inovacinis pajėgumas palyginti mažesnis, buvo ir tebėra pagrindiniai veiksniai. Šie skirtumai galimai susiję su mažesniu vidutiniu įmonių dydžiu euro zonoje. Prie šio skirtumo prisidėjo ir mažesnis kapitalo kiekio, tenkančio vienai dirbtai valandai, didinimo ir BGVN poveikis euro zonoje. Vidutiniu laikotarpiu darbo našumas galėtų būti paskatintas priemonėmis, kuriomis spartinamos rentabilios investicijos ir didinamas BGVN augimas<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Istorinis darbo našumo atotrūkis nuo JAV taip pat aptariamas ES lygmeniu, žr. 2024 m. rugsėjo 9 d. M. Draghi ataskaitą Europos Komisijai „The future of European competitiveness – A competitiveness strategy for Europe“. Joje teigiama, kad Europa, norėdama padidinti savo konkurencingumą, turėtų imtis priemonių, pavyzdžiui, gerinti sąlygas proveržio inovacijoms.

## 2 Gamtinio kapitalo apskaita vertinant euro zonos ekonomikos aktyvumą

Parengė Mariana Martins Cardoso ir Miles Parker

**Įvairios ypatingos svarbos paslaugos plėtojant ekonominę gamybą teikiamos naudojant gamtos išteklius, tačiau dauguma šių paslaugų yra nepakankamai įtrauktos į standartinę ekonominę statistiką.** Šis indėlis, kuris paprastai vadinamas „ekosistemine paslaugomis“, apima esmines funkcijas, pavyzdžiui, apdulkinimą, oro ir vandens filtravimą, anglies dioksido sekvestraciją, aprūpinimą kultūriniais augalais, medienos ir kitų išteklių tiekimą. Šių paslaugų vertė retai tiesiogiai vertinama statistiniais duomenimis, tokiais kaip BVP. Pavyzdžiui, į maisto produkto kainą netiesiogiai įtraukiama natūralaus apdulkinimo ekonominė vertė, tačiau, kol nėra tiesioginio vertinimo, ši vertė priskiriama žemės ūkio sektoriui.

**Dedamos pastangos siekiant užtikrinti geresnę gamtinio kapitalo apskaitą vertinant ekonominį aktyvumą.** Šiame interpe apžvelgiamos dvi priemonės: Europos Komisijos jungtinio tyrimų centro (JRC) projektas „Integruota gamtinio kapitalo apskaita“ (INCA) ir Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (EBPO) iniciatyva, skirta dėl taršos pakoreguotam BVP augimui įvertinti. Nors šios priemonės tik iš dalies apima gamtos indėlį į ekonomiką, jos jau suteikia naudingų įžvalgų dėl jos poveikio euro zonos ekonomikos aktyvumui.

**INCA pagrįsta plataus spektro geoerdviniais duomenimis ir jai taikomos įvairios modeliavimo priemonės siekiant nustatyti ekosisteminių paslaugų tikrąją vertę<sup>8</sup>.** Pavyzdžiui, anglies dioksido sekvestracijos vertė apskaičiuojama dauginant anglies dioksido socialinių sąnaudų įverčius iš sekvestruoto kiekio, naudojant palydovinius augmenijos aprėpties duomenis. 2019 m. apskaičiuota ES ekosisteminių paslaugų vertė sudarė daugiau kaip 234 mlrd. eurų, o tai iš esmės atitinka žemės ūkio ir miškininkystės sektorių bendrąją pridėtinę vertę (žr. A lentelę). Nors šie du sektoriai yra atsakingi už didelę naudojimosi ekosistemine paslaugomis dalį, kiti sektoriai taip pat aktyviai jomis naudojasi. Namų ūkiai gavo naudos iš poilsio gamtoje – didžiausios vertės ekosistemine paslauga iš visų tirtų paslaugų.

<sup>8</sup> Joint Research Centre, „Accounting for ecosystems and their services in the European Union (INCA)“, European Commission, 2021.

## A lentelė.

Apskaičiuota ekosisteminių paslaugų vertė 28 ES valstybėse narėse 2019 m.

(mlrd. eurų)

| Ekosisteminė paslauga                             | Vertinimo metodas                        | Vertė   |
|---|--|---------|
| Kultūrinių augalų tiekimas                        | Kultūrinių augalų rinkos kainos dalis    | 23 145  |
| Medienos tiekimas                                 | Miškininkystės produkcijos dalis         | 16 379  |
| Apdulkinimas                                      | Padidėjusios produkcijos rinkos vertė    | 4 977   |
| Anglies dioksido sekvestracija                    | Anglies dioksido socialinės sąnaudos     | 13 271  |
| Potvynių kontrolė                                 | Išvengtos žalos sąnaudos                 | 18 016  |
| Vandens valymas                                   | Pakeitimo sąnaudų metodas:               | 61 882  |
| Poilsis gamtoje                                   | Kelionių išlaidų metodas                 | 80 262  |
| Vandens tiekimas                                  | Pakeitimo sąnaudų metodas:               | 4 887   |
| Kietųjų dalelių PM <sub>2,5</sub> filtravimas ore | Sutaupytos sveikatos priežiūros sąnaudos | 10 446  |
| Jūrų žuvų žvejyba                                 | Grynasis pelnas                          | 1 042   |
| Iš viso   |  | 234 307 |

Šaltinis: JRC (2021 m.).

### Gamtinio kapitalo ir aplinkos veiksnių įtraukimas papildoma ekonomikos augimo lemiamų veiksnių analizė<sup>9</sup>. EBPO skaičiuoja pagal taršą pakoreguotą BVP

atimdama apskaičiuotas taršos, įskaitant anglies dioksido, azoto, sieros ir kietųjų dalelių taršą, sąnaudas. Šios sąnaudos apima klimato kaitą, žalą ekosistemoms, ligas ir mirtis<sup>10</sup>. Dėl šios priežasties pagal taršą pakoreguotas BVP yra mažesnis nei nacionalinėse sąskaitose parodytas BVP. Standartinėje augimo apskaitos analizėje yra trys pagrindiniai ekonomikos augimo veiksniai: pagamintas kapitalas (pvz., mašinos, pastatai ir infrastruktūra), darbo jėga ir bendrasis gamybos veiksnių našumas (BGVN). BGVN paprastai apskaičiuojamas kaip likutis, gautas iš produkcijos atėmus kapitalo ir darbo jėgos indėlius. EBPO papildo šį apskaičiavimą, taip pat vertindama didesnio gamtinio kapitalo panaudojimo (pvz., intensyvesnės kasybos ar medžių kirtimo) įtaką augimui. Tada pagal poveikį aplinkai pakoreguotą BGVN galima apskaičiuoti kaip likutį, gautą atėmus šiuos indėlius iš pagal taršą pakoreguoto BVP.

**To paties produkcijos kiekio gamyba panaudojant mažiau žaliavų yra pridėtinės vertės augimas; lygiai taip pat to paties produkcijos kiekio gamyba sukeliama mažesnę taršą yra pridėtinės vertės augimas, vertinant ilgalaikės aplinkos apsaugos perspektyvą.** 1996–2018 m. tarša gerokai sumažėjo daugelyje Europos šalių, taip pridėdama daugiau kaip 0,3 procentinio punkto prie metinio (pagal taršą pakoreguoto) Vokietijos, Prancūzijos ir Italijos BVP augimo (žr. B lentelę), o tai daugiau nei du kartus viršijo taršos koregavimą JAV. Augantis Kinijos ir Indijos BVP sukėlė didesnę taršą. Kalbant apie lemiamus veiksnius, pažymėtina, kad intensyvesnis gamtos išteklių panaudojimas lėmė vidutinį augimą EBPO šalyse, bet turėjo nedidelį poveikį Kinijoje ir Indijoje.

<sup>9</sup> Cárdenas Rodríguez, M. et al., "Environmentally adjusted multifactor productivity: Accounting for renewable natural resources and ecosystem services", *OECD Green Growth Papers*, November 2023.

<sup>10</sup> Kietųjų dalelių sąnaudų pavyzdys – vien tik 2020 m. ES oro tarša lėmė 238 000 priešlaikinių mirčių, žr. Europos aplinkos agentūra, *Health impacts of air pollution in Europe*, 2022 m.

## B lentelė.

### Pagal poveikį aplinkai pakoreguota įtaka augimui pagrindinėse ekonomikose

(augimas: metinis pokytis, procentais; poveikis: procentiniais punktais)

| Šalis         | Produkcijos augimo rodikliai |                                      |           | Įtaka produkcijos augimui |                             |  |  |
|---------------|------------------------------|--------------------------------------|-----------|---------------------------|-----------------------------|--|--|
|               | BVP augimas                  | pagal taršą pakoreguotas BVP augimas | skirtumas | darbo jėgos indėlis       | pagaminto kapitalo poveikis | gamtinių išteklių panaudojimo poveikis | pagal poveikį aplinkai pakoreguotas BGVN augimas |
| Prancūzija    | 1,61                         | 1,98                                 | 0,37      | 0,30                      | 0,58                        | 0,00                                   | 1,11   |
| Vokietija     | 1,40                         | 1,73                                 | 0,33      | 0,17                      | 0,40                        | -0,01                                  | 1,17   |
| Italija       | 0,60                         | 0,95                                 | 0,36      | 0,17                      | 0,41                        | -0,01                                  | 0,38   |
| Nyderlandai   | 1,99                         | 2,22                                 | 0,22      | 0,55                      | 0,57                        | -0,02                                  | 1,12   |
| Ispanija      | 2,14                         | 2,25                                 | 0,11      | 0,87                      | 0,76                        | 0,00                                   | 0,62   |
| ES27 vidurkis | 1,78                         | 2,07                                 | 0,28      | 0,29                      | 0,67                        | -0,01                                  | 1,12   |
| JAV           | 2,45                         | 2,62                                 | 0,17      | 0,45                      | 0,70                        | 0,02                                   | 1,45   |
| Kinija        | 8,67                         | 8,09                                 | -0,58     | 0,33                      | 2,60                        | 0,12                                   | 5,05   |
| Indija        | 6,81                         | 6,28                                 | -0,53     | 0,54                      | 2,50                        | 0,05                                   | 3,19   |

Šaltiniai: Cárdenas Rodríguez et al. (2023 m.) ir ECB skaičiavimai.  
Pastaba: 1996–2018 m. vidurkis.

### Šie aplinkos pakoregavimai lėmė didesnę vertinamo darbo našumo augimą Europoje (žr. A pav.).

Pastaruoju metu ECB leidiniuose pabrėžiama, kaip išmetamųjų teršalų kiekio sumažinimas žaliosios pertvarkos metu gali laikinai sumažinti vertinamą darbo našumą<sup>11</sup>. Šie duomenys rodo, kad šis procesas jau gali būti prasidėjęs. 2009–2018 m., palyginti su 1996–2008 m., standartinės BGVN priemonės rodo mažėjantį vidutinį metinį darbo našumo augimą tiek 12 euro zonos (EZ12) šalių (atitinkamai 0,2 ir 0,5 %), tiek JAV (atitinkamai 0,6 % ir 1,2 %)<sup>12</sup>. Nors pagal poveikį aplinkai pakoreguotas BGVN taip pat sumažėjo tarp šių dviejų laikotarpių, jis atskleidžia ne tokį pesimistišką darbo našumo augimo pastaruoju metu vaizdą. Remiantis šiuo pagrindu, 2009–2018 m. BGVN augimas vidutiniškai sudarė 0,6 % EZ12 šalyse ir 1 % JAV<sup>13</sup>.

<sup>11</sup> Žr. straipsnį „How climate change affects potential output“, Economic Bulletin, Issue 6/2023; ir Bijmans et al, 2024, „The impact of climate change and policies on productivity“, ECB Occasional Paper Series, No. 340.

<sup>12</sup> ES12 sudaro Austrija, Belgija, Suomija, Prancūzija, Vokietija, Graikija, Airija, Italija, Liuksemburgas, Nyderlandai, Portugalija ir Ispanija, vertinant pagal 2013 m. BVP.

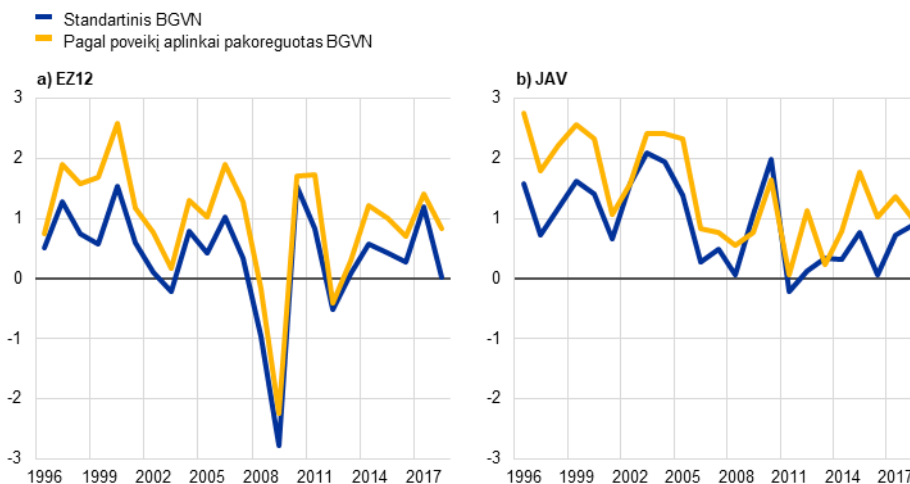
<sup>13</sup> 2009 m. ES12 skaičius turi didelį poveikį šiems vidurkiams. 2010–2018 m. vidutinis pagal poveikį aplinkai pakoreguotas BGVN augimas ES12 iš esmės atitiko JAV skaičius.



## A pav.

### Standartinio BGVN augimo ir pagal poveikį aplinkai pakoreguoto BGVN augimo skirtumas

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Cárdenas Rodríguez et al (2023), EBPO ir ECB skaičiavimai.

Pastaba: EZ12 sudaro Austrija, Belgija, Suomija, Prancūzija, Vokietija, Graikija, Airija, Italija, Liuksemburgas, Nyderlandai, Portugalija ir Ispanija, vertinant pagal 2013 m. BVP.

**Tikėtina, kad tikroji gamtinio kapitalo svarba ekonominiam aktyvumui viršija pirmiau nurodytus įverčius, tad tolesnis gamtos niokojimas gali gerokai sumažinti gamybos pajėgumus ateityje<sup>14</sup>.** Daugelis ekosisteminių paslaugų dar nėra įvertintos kiekybiniu požiūriu, ir dėl to jų vertė gali būti nepakankamai įvertinta. Be to, jų svarba ekonomikai taip pat priklauso nuo to, ar jas gali pakeisti kiti gamybos veiksniai. Pavyzdžiui, rankų darbas jau pakeičia natūralų apdulkinimą kai kurių didelės vertės kultūrinių augalų atveju, tačiau visiems kultūriniais augalams to įgyvendinti neįmanoma. Pernelyg intensyvus gamtos išteklių panaudojimas gali padidinti gamybos apimtį trumpuoju laikotarpiu, tačiau gali būti netvarus ilgesniu laikotarpiu, nes dėl gamtos niokojimo galiausiai sumažėja ekosisteminių paslaugų srautas, taip pat ir ekonominis aktyvumas<sup>15</sup>.

**Tiesioginis ekosisteminių paslaugų įvertinimas BVP yra svarbi pažanga, bet to nepakanka, kad būtų galima suprasti ilgalaikį poveikį.** Jau dabar numatoma patobulinti tam tikrus duomenis, ir Eurostatas, remdamasis įgyvendinant INCA projektą atliktu darbu, planuoja skelbti ekosistemų sąskaitas nuo 2026 m. Iš pradžių bus apimtos septynios ekosisteminių paslaugų, išreikštos fiziniiais vienetais (pvz., laukiniam apdulkinimui priskirtinas kultūrinių augalų kiekis arba sekvestruoto anglies dioksido tonos, numatant galimybę apskaičiuoti nagrinėjamą piniginę vertę<sup>16</sup>. Ir vis dėlto *bendrasis* vidaus produktas neatvaizduoja viso gamtos niokojimo poveikio, nes į jį nėra įtrauktas kapitalo nuvertėjimas. Dėl šios priežasties gamtos niokojimas, kurį

<sup>14</sup> Žr. Döhning, B., et al., „Reflections on the Role of Natural Capital for Economic Activity“, *European Economy Discussion Papers*, No 180, European Commission, February 2023.

<sup>15</sup> Žr. Kuchler, T. et al. pristatymą ECB Sintros forume „The economics of biodiversity loss“, 2024 m.

<sup>16</sup> Aprūpinimas kultūriniais augalais, kultūrinių augalų apdulkinimas, medienos tiekimas, oro filtravimas, pasaulinio klimato reguliavimas, vietos klimato reguliavimas, su gamta susijusios turizmo paslaugos. Žr. COM/2022/329 Reglamentą, kuriuo dėl naujų aplinkos ekonominių sąskaitų modulių diegimo iš dalies keičiamas Reglamentas (ES) Nr. 691/2011.

lema netvarus gamtos išteklių naudojimas, niekuomet nebus įtrauktas į BVP, net ir pripažinus ekosistemines paslaugas. Tam, kad būtų galima visapusiškai suprasti poveikį būsimai produkcijai, būtina atkreipti dėmesį į *grynąjį* vidaus produktą, į kurį įtraukiamas nuvertėjimas. Be to, keletas ekosisteminių paslaugų mažina ekstremalių klimato reiškinių, pavyzdžiui, potvynių, poveikį. Ekonominė nauda gali būti didelė, tačiau jos neįmanoma įvertinti, ir ją galima apskaičiuoti tik taikant ekonominius modelius, siekiant nustatyti, kiek sumažėtų veiklos apimtis, jei nebūtų užtikrinta ekosisteminių paslaugų apsauga.

**Taip pat yra būtina pažanga ekonominio modeliavimo srityje, kad būtų galima geriau kiekybiškai įvertinti ekosisteminių paslaugų teikiamą naudą ir nustatyti, kurie sektoriai jomis naudojasi.** Šios žinios padės nustatyti atvejus, kai investicijos į gamtą galėtų duoti grynosios naudos vidutinės trukmės laikotarpiu. Tai taip pat padės išsiaiškinti, kaip ekosisteminių paslaugų sutrikimai tiek šalies viduje, tiek užsienyje plinta ekonomikoje per tiekimo grandines. Tokie sutrikimai lėtins faktinį ekonominį aktyvumą, neatsižvelgiant į tai, ar tiesiogiai vertinamos ekosisteminės paslaugos. Išsamiau gamtos niokojimo ir biologinės įvairovės nykimo ekonominis ir finansinis poveikis aptartas šio biuletenio 2 straipsnyje.

## Kodėl euro zonos namų ūkiuose vis dar vyrauja niūrios nuotaikos ir kokį poveikį tai turi privačiam vartojimui

Parengė Alina Bobasu, Dario Esposito ir Johannes Gareis

### **Vartotojų pasitikėjimas euro zonoje smuko, kai Rusija pradėjo plataus masto invaziją į Ukrainą, ir nuo tada yra žemo lygio, nepaisant tam tikro atsigavimo.**

Vartotojų pasitikėjimas pamažu didėjo nuo žemiausio lygio, stebėto po invazijos 2022 m. rugsėjo mėn. Tačiau jis vis dar nepasiekė ikipandeminio vidurkio ir buvo daug žemesnis už 2024 m. rugpjūčio mėn. lygį prieš invaziją (žr. A pav.). Šiame interpe analizuojami pagrindiniai veiksniai, paaiškinantys prislopintą vartotojų pasitikėjimą ir vertinamas nuosekliai žemo pasitikėjimo poveikis privačiam vartojimui trumpalaikiu laikotarpiu.

### **Namų ūkių lūkesčiai dėl bendros ekonominės situacijos turi ypač neigiamą poveikį vartotojų pasitikėjimui.**

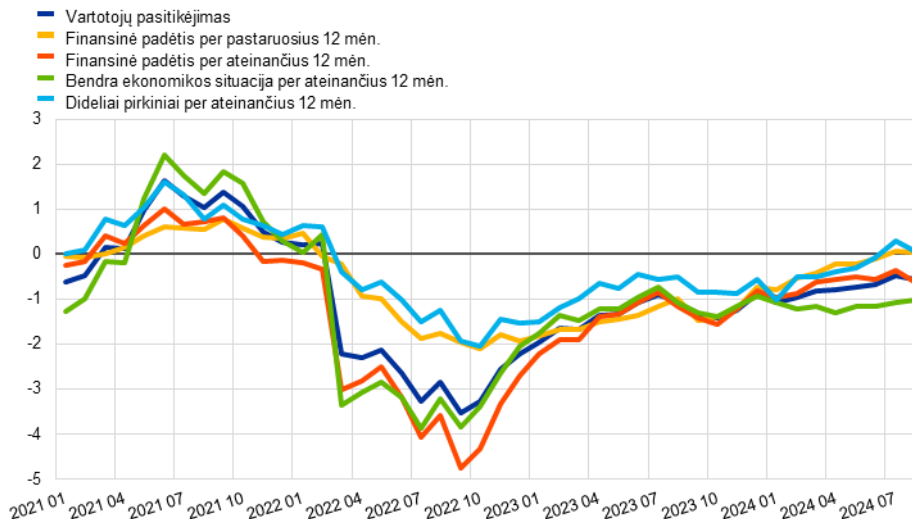
Europos Komisijos vartotojų pasitikėjimo indeksas yra sudėtinis rodiklis, apskaičiuojamas kaip keturių apklausos klausimų balanso eilučių aritmetinis vidurkis, t. y. teigiamų atsakymų procentinė dalis atėmus neigiamų atsakymų procentinę dalį. Šie klausimai yra susiję su namų ūkių lūkesčiais per ateinančius 12 mėn. dėl jų finansinės padėties, bendros ekonominės situacijos ir didelių pirkinių, taip pat su jų supratimu apie savo finansinę padėtį per pastaruosius 12 mėn.<sup>1</sup> Namų ūkių lūkesčiai dėl bendros ekonominės situacijos iš esmės nepasikeitė nuo 2023 m. vidurio, ir tai trukdė atsigauti vartotojų pasitikėjimui po pagerėjimo, kuris buvo užfiksuotas po invazijos pastebėto nuosmukio. Ir priešingai, visos kitos vartotojų pasitikėjimo rodiklio sudedamosios dalys ir toliau gerėjo, kartu su namų ūkių pateiktais jų ankstesnės finansinės padėties ir ketinimų atlikti didelius pirkinius vertinimais, šiek tiek viršijančiais jų ikipandeminius vidurkius 2024 m. viduryje.

<sup>1</sup> Žr. „A revised consumer confidence indicator“, European Commission, 21 December 2018.

## A pav.

### Vartotojų pasitikėjimo rodiklis ir jo sudedamosios dalys

(standartizuoti balansai, procentais)



Šaltiniai: Europos Komisija ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: 1999 m. sausio mėn.–2019 m. gruodžio mėn. duomenys yra standartizuoti, o nulinė linija žymi ikipandeminį vidurkį. Naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn.

**Tiesinės regresijos modelis vaizduoja istorinį vartotojų pasitikėjimo ir įvairių privatųjį vartojimą skatinančių veiksnių santykį<sup>2</sup>.** Modelyje vartotojų pasitikėjimas regresuojamas konstanta, dvejais vartotojų pasitikėjimo rodiklio vėliniais, infliacijos lygiu, nedarbo lygiu, skolinimosi išlaidų rodikliu, metiniu procentiniu akcijų kainų pokyčiu, metiniu procentiniu būsto kainų pokyčiu ir namų ūkių lūkesčiais dėl infliacijos ir nedarbo per ateinančius 12 mėn.<sup>3</sup> Įtraukti vėliniai sudaro sąlygas vartotojų pasitikėjimui iš lėto reaguoti į kitų kintamųjų pokyčius. Namų ūkių lūkesčiai dėl būsimos infliacijos ir nedarbo yra įtraukti, nes dažnai jie vartotojų pasitikėjimą parodo geriau nei faktiniai rezultatai, turint omenyje, kad jie formuoja namų ūkių gerovės suvokimą<sup>4</sup>. Taip pat pagal apibrėžimą jie rodo į ateitį orientuotą daugelio vartotojų pasitikėjimo sudėtinųjų dalių pobūdį<sup>5</sup>.

**Remiantis modeliu, didėjanti faktinė ir tikėtina infliacija buvo pradinė vartotojų pasitikėjimo mažėjimo priežastis, palyginti su laikotarpiu iki invazijos, prie kurios vėliau prisidėjo vis labiau neigiamas didesnių skolinimosi išlaidų ir mažėjančių būsto kainų poveikis.** Modelio rezultatai rodo, kad vartotojų pasitikėjimo mažėjimą euro zonoje po Rusijos invazijos į Ukrainą, palyginti su

<sup>2</sup> Taip pat žr. Bolhuis, M.A., Cramer, J.N., Schulz, K.O. and Summers, L.H., “The Cost of Money is Part of the Cost of Living: New Evidence on the Consumer Sentiment Anomaly”, *Working Paper*, No 32163, National Bureau of Economic Research, February 2024.

<sup>3</sup> Namų ūkių lūkesčiai dėl infliacijos ir nedarbo paimti iš Europos Komisijos verslo ir vartotojų tyrimo. Pirmieji reiškia ketvirčio infliacijos lūkesčius ateinantiems 12 mėn. kiekybiniu požiūriu, o antrieji – namų ūkių lūkesčius dėl nedarbo ateinantiems 12 mėn. kokybiniu požiūriu.

<sup>4</sup> Įžvalgas apie namų ūkių lūkesčius dėl infliacijos reikšmės vartotojų pasitikėjimui euro zonoje, žr. “European Business Cycle Indicators 2<sup>nd</sup> Quarter 2024: Low consumer confidence and the economy – Insights from the euro area”, *Technical Paper*, No 074, European Commission, July 2024.

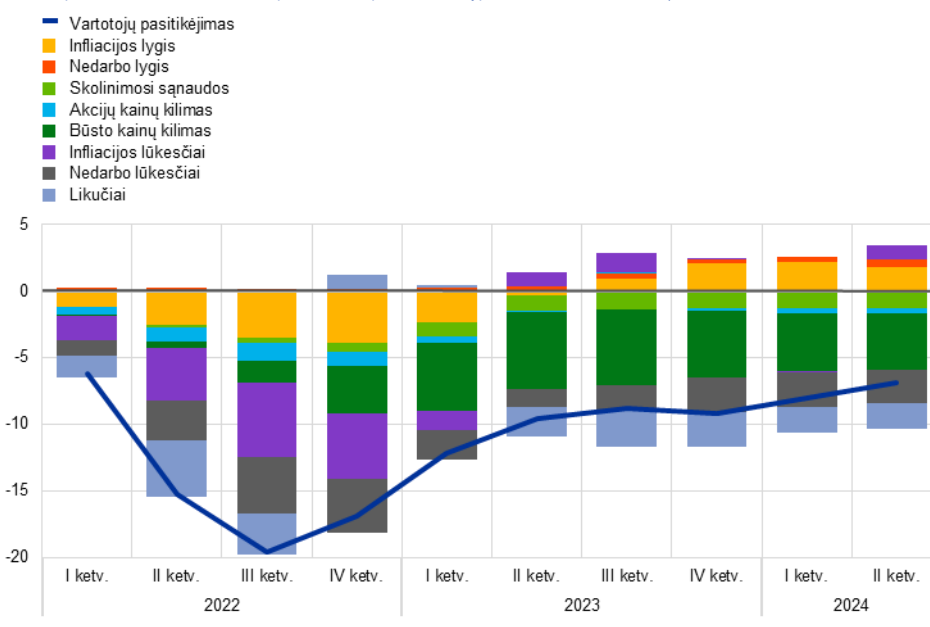
<sup>5</sup> Nepaisant to, kadangi namų ūkių lūkesčiai dėl būsimos infliacijos ir nedarbo 2022 m. lygiagrečiai atitiko bendrą neapibrėžtumą, susijusį su Rusijos invazija į Ukrainą, apskaičiuoti šių dviejų kintamųjų koeficientai modelyje taip pat gali rodyti ir kitus su karu susijusius veiksnius, ne tik infliacijos ir nedarbo poveikį.

2021 m. ketvirtuoju ketvirčiu, daugiausia paaiškino didėjanti – tiek faktinė, tiek numatoma – infliacija (žr. B pav.). Savo ruožtu vėlesnį vartotojų pasitikėjimo atsigavimą daugiausia lėmė mažėjanti faktinė infliacija ir mažesnė numatoma infliacija. 2023 m., palyginti su 2022 m., taip pat sumažėjo namų ūkių lūkesčiai, tačiau 2024 m. antrąjį ketvirtį jie buvo didesni nei 2021 m. ketvirtąjį ketvirtį<sup>6</sup>. Be to, pinigų politikos griežtinimas prisidėjo prie didesnių skolinimosi išlaidų ir būsto kainų mažėjimo, kuris pradėjo neigiamai veikti vartotojų pasitikėjimą nuo 2022 m. vidurio. Galiausiai, kaip rodo neigiamas regresijos likučių poveikis, vartotojų pasitikėjimas ir toliau buvo iš esmės mažesnis, palyginti su 2021 m. ketvirtuoju ketvirčiu, dėl kitų veiksnių, kurie nebuvo įtraukti į modelį, galimai rodančių padidėjusį geopolitinį ir ekonominį neapibrėžtumą<sup>7</sup>.

## B pav.

### Modeliu pagrįsti vartotojų pasitikėjimą skatinantys veiksniai

(balansai, procentais, ir kaitos veiksniai, procentiniais punktais, nukrypimai nuo 2021 m. IV ketv.)



Šaltiniai: Europos Komisija, Eurostatas, ECB ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: paveiksle parodytas regresorių poveikis, susidarantis įvertinus regresiją, kai ketvirčio vartotojų pasitikėjimo rodiklis priklauso nuo konstantos, dviejų vėluojančių vartotojų pasitikėjimo rodiklių, infliacijos lygio, nedarbo lygio, skolinimosi išlaidų rodiklio, metinio akcijų kainų pokyčio procentais, metinio būsto kainų pokyčio procentais naudojant ketvirtinius duomenis, būsto kainų pokyčio procentais ir namų ūkių lūkesčių dėl infliacijos ir nedarbo ateinančiais 12 mėn. Skolinimosi sąnaudos nustatomos pagal vartotojų paskoloms taikomą palūkanų normą. Modelis apskaičiuojamas naudojant 2004 m. pirmojo ketvirčio–2024 m. antrojo ketvirčio duomenis ir jį įtraukiamas fiktyvus kintamasis už kiekvieną 2020 m. ketvirtį. Naujausi duomenys yra 2024 m. antrojo ketvirčio, išskyrus būsto kainų infliaciją, kuri numatyta 2024 m. antrąjį ketvirtį taikant vienmatį AR(2) modelį.

### Vartotojų pasitikėjimas yra glaudžiai susijęs su privačiojo vartojimo augimu.

Kaip parodyta pirmiau šiame intarpe, vartotojų pasitikėjimą formuoja kintamieji, kurie taip pat yra privatųjį vartojimą lemiantys veiksniai. Taigi jis parodo esminę informaciją

<sup>6</sup> Palyginti su 2021 m. ketvirtuoju ketvirčiu, padidėję nedarbo lūkesčiai yra priešingi palankiems darbo rinkos rezultatams, kai nedarbo lygis stabiliai mažėjo nuo 2021 m. ketvirtojo ketvirčio iki 2024 m. antrojo ketvirčio, iš esmės padidindami vartotojų pasitikėjimą šiuo laikotarpiu. Vartotojų pasitikėjimą 2024 m. antrąjį ketvirtį palaikė nedarbo lygis ir nedarbo lūkesčiai, nes abu šie rodikliai buvo mažesni nei jų atitinkami ikipandeminiai vidurkiai.

<sup>7</sup> Tai iš esmės atitinka Europos Komisijos vartotojų neapibrėžtumo indeksą, kuris reikšmingai sumažėjo nuo aukščiausio lygio 2022 m. trečiąjį ketvirtį iki 2024 m. antrojo ketvirčio, tačiau ir toliau buvo padidėjęs, palyginti su jo lygiu 2021 m. ketvirtąjį ketvirtį.

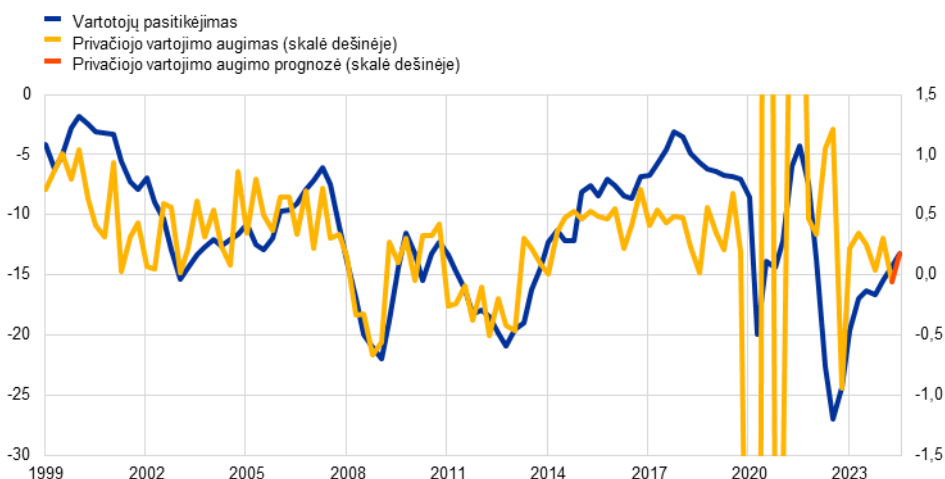
apie dabartinę ir būsimą ekonomikos būklę<sup>8</sup>. Pavyzdžiui, ikipandeminiu laikotarpiu vartotojų pasitikėjimas apskritai buvo labai susijęs su ketvirtiniu vartojimo augimu, ypač ekonominio nuosmukio metu<sup>9</sup>.

**Tai, kad vartotojų pasitikėjimas ir toliau yra prislopintas, rodo, jog privatusis vartojimas tik šiek tiek pagerės trumpuoju laikotarpiu.** Pagal jungiamų lygčių modelį, susiejantį ketvirtinį vartotojų pasitikėjimą su ketvirtiniu privačiojo vartojimo augimu, prognozuojamas nedidelis vartotojų išlaidų padidėjimas 2024 m. trečiąjį ketvirtį (žr. C pav.)<sup>10</sup>. Tačiau privačiojo vartojimo prognozę temdo neapibrėžtumas dėl pagrindinių vartotojų pasitikėjimą skatinančių veiksnių pokyčių. Tikėtina, kad ateityje vartotojų pasitikėjimas euro zonoje ir toliau gerės, o infliacija toliau mažės, atsparios darbo rinkos teiks nuolatinę paramą ir realiosios pajamos atsigaus, tačiau pastarojo pinigų politikos griežtinimo etapo poveikis gali išlikti tam tikrą laiką, o padidėjęs geopolitinės ir ekonominės politikos neapibrėžtumas gali slopinti jo atsigavimą.

### C pav.

#### Vartotojų pasitikėjimas ir privačiojo vartojimo augimas

(skalė kairėje: balansai, procentais; skalė dešinėje: ketvirtiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Europos Komisija, Eurostatas ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio (privačiojo vartojimo augimas) ir 2024 m. rugpjūčio mėn. (vartotojų pasitikėjimas). Raudona linija rodo privačiojo vartojimo augimo 2024 m. trečiąjį ketvirtį prognozę, pagrįstą jungiamų lygčių modeliu, kuriame ketvirtinis privačiojo vartojimo augimas regresuojamas pagal konstantą, jo vėluojančius rodiklius ir tuometinį ketvirtinį vartotojų pasitikėjimą, naudojant duomenis nuo 1999 m. pirmojo ketvirčio iki 2024 m. antrojo ketvirčio ir įtraukiant fiktyvų kintamąjį kiekvienam 2020 m. ketvirčiui. 2024 m. trečiojo ketvirčio prognozėje daroma prielaida, kad ketvirtinis vartotojų pasitikėjimas bus vidutinio liepos ir rugpjūčio mėn. lygio.

<sup>8</sup> Vienas akivaizdus vartotojų pasitikėjimo indekso pranašumas lyginant su privatųjį vartojimą lemiančiais veiksniais yra savalaikiškumas. Taip pat žr. interparą [“Does consumer confidence predict private consumption?”](#), *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2015.

<sup>9</sup> Taip pat žr. straipsnį [“Confidence indicators and economic developments”](#), *Monthly Bulletin*, ECB, January 2013.

<sup>10</sup> Jungiamų lygčių modelio vertinimas, atliktas už imties ribų, rodo, kad prognozavimo galia, matuojama pagal vidutinę kvadratinę prognozės paklaidą, reikšmingai pablogėjo per pandemiją ir pradėjo gerėti tik 2023 m. pradžioje. Kalbant apie vartotojų pasitikėjimo sudedamąsias dalis, vertinant pastebėta, kad namų ūkių finansiniai lūkesčiai buvo šiek tiek glaudžiau susiję su privačiojo vartojimo augimu nei bendras vartotojų pasitikėjimas iki pandemijos, tačiau santykiniai sudedamųjų dalių prognozavimo galios skirtumai tapo nereikšmingi pastarąjį laikotarpį. Iš esmės šiuos vertinimo rezultatus reikėtų vertinti atsargiai, turint omenyje mažą naujausio laikotarpio imtį, ir peržiūrėti, kai bus gauti nauji duomenys. Taip pat žr. interparą [“Is the PMI a reliable indicator for nowcasting euro area real GDP?”](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2024.

## Pagrindinių įmonių apklausos apie darbo rinkos tendencijas ir naudojimąsi generatyviu DI rezultatai

Agostino Consolo, Guzman Gonzalez-Torres Fernandez, Richard Morris ir Christofer Schroeder

**Neseniai per ECB atliktą apklausą pagrindinių ne finansų bendrovių buvo paklausta, kas pastaraisiais metais lėmė kai kuriuos svarbiausius euro zonos darbo rinkos ypatumus.** Ypatumai šie: įmonės dažniau nurodo įdarbinimo sunkumus; didelį ir vis dar didėjantį užimtumą, nepaisant ekonominės veiklos sąstingio (ir dėl to mažėjantį darbo našumą); didelį vidutinio dirbtų valandų skaičiaus mažėjimą; nuotolinio darbo masto augimą. Šioje apklausos dalyje buvo pateikti bendro pobūdžio teiginiai, su kuriais respondentai galėjo sutikti, visiškai sutikti, nesutikti, visiškai nesutikti arba nei sutikti, nei nesutikti. Respondentų buvo paprašyta įvertinti vidutinės trukmės perspektyvą ir palyginti esamą aplinką su buvusią prieš 5–10 metų. Respondentams sutikus arba visiškai sutikus su bendro pobūdžio teiginiu, jų taip pat buvo paprašyta atsakyti į kelis papildomus klausimus, pagal kuriuos buvo vertinama, kodėl jie pasirinko tam tikrus atsakymus.

**Įmonių taip pat buvo klausama apie generatyvinio dirbtinio intelekto (generatyvinio DI) įsisavinimą.** Generatyvinis DI yra naujausias sparčios technologinės plėtros etapo pasiekimas, galintis turėti didelį poveikį darbo rinkai ir našumui. Per apklausą įmonių buvo klausta: i) ar jos naudoja generatyviu DI vykdydamos savo veiklą; jei taip, tai ii) nuo kada; iii) kokia dalis darbuotojų darbe naudoja generatyviu DI bent kartą per savaitę; iv) kokie pagrindiniai motyvai, paskatinę pradėti juo naudotis. Apklausa buvo nusiųsta bendrovėms, su kuriomis ECB nuolat palaiko ryšius, siekdamas surinkti informaciją apie ekonominės veiklos, kainų ir užimtumo perspektyvas<sup>1</sup>. Apklausa buvo vykdoma nuo 2024 m. gegužės pabaigos iki birželio pabaigos, gauti 46 atsakymai.

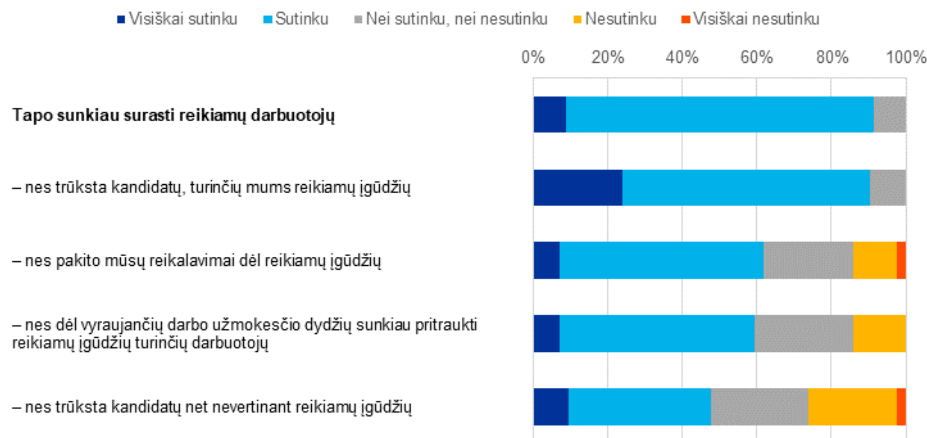
**Didžioji dalis respondentų pritarė, kad pastaraisiais metais tapo sunkiau surasti darbuotojų, ir pabrėžė, kad trūksta reikiamos kvalifikacijos darbuotojų (žr. A pav.).** Daugiau nei 90 % jų sutiko arba visiškai sutiko su teiginiu, kad surasti reikiamų darbuotojų tapo sunkiau nei prieš 5–10 metų, o tai rodo, kad darbo jėgos trūkumas plačiai paplitęs. Taip pat 90 % jų sutiko su tuo, kad trūksta reikiamų įgūdžių turinčių kandidatų, o tai suponuoja, kad trūksta kvalifikuotos darbo jėgos. Truputį mažesnė, nors ir reikšminga, dalis (šiek tiek mažiau nei 50 %) jų teigė, kad apskritai trūksta kandidatų, net nevertinant reikiamų įgūdžių. Įmonės, teigusios, kad apskritai trūksta kandidatų, daugiausia vykdė veiklą darbu imliuose paslaugų sektoriuose arba gamino daug produkcijos Vokietijoje. Kalbant apie paklausos veiksnius, pažymėtina, kad apie du trečdaliai respondentų sutiko, kad pakitus jų reikalavimams dėl įgūdžių, kilo daugiau sunkumų surandant darbuotojų, o beveik 60 % jų teigė, kad dėl vyraujančių darbo užmokesčio dydžių sunkiau pritraukti reikiamų įgūdžių turinčių darbuotojų.

<sup>1</sup> Plačiau apie šių ryšių pobūdį ir tikslą žr. straipsnį [“The ECB’s dialogue with non-financial companies”](#), *Economic Bulletin*, Issue 1, ECB, 2021.

## A pav.

### Atsakymų apie darbo jėgos trūkumą santrauka

(atsakymai, procentais)



Šaltinis: ECB.

Pastabos: stulpeliuose – respondentai (procentais), pateikę visus penkis galimus atsakymus. Visų respondentų buvo paprašyta atsakyti į pusjuodžiu šriftu pateiktą bendro pobūdžio teiginį. Jiems sutikus arba visiškai sutikus, jų taip pat buvo paprašyta pateikti atsakymus į papildomus teiginius. Papildomų teiginių dalys – respondentų, kurie sutiko arba visiškai sutiko su bendro pobūdžio teiginiu, pogrupis.

**Šiek tiek daugiau nei trečdalis respondentų sutiko, kad, verslo sąlygoms pablogėjus, jų įmonės buvo labiau linkusios išlaikyti darbuotojus, ir beveik visi jie šią aplinkybę siejo su numatomais įdarbinimo sunkumais sąlygoms pagerėjus (žr. B pav.).** Tai rodo, kad yra stiprus ryšys tarp darbuotojų išlaikymo ir darbo jėgos trūkumo. Su visais papildomais teiginiais buvo daugiau nesutinkama nei sutinkama, nors maždaug pusė įmonių, kurios buvo labiau linkusios išlaikyti darbuotojus, sutiko, kad svarbus bent vienas kitas veiksnys. Maždaug trečdalis respondentų teigė, jog veiksnys yra ir tai, kad artimiausiu metu daugiau darbuotojų turėtų išeiti į pensiją. Panaši dalis respondentų pritarė, kad pastarojo meto pelningumas sudarė geresnes finansines sąlygas išlaikyti darbo jėgą, o apie 20 % jų sutiko, kad motyvavo lėčiau kilęs realusis darbo užmokestis. Tai šiek tiek, nors ne visiškai, patvirtina ankstesnius tyrimų rezultatus apie šių veiksnių svarbą užimtumo atsparumui nuo 2022 m. pabaigos<sup>2</sup>. Nė vienas respondentas nesutiko su teiginiu, kad įtakos turėjo vyriausybės darbo vietų išsaugojimo schemas.

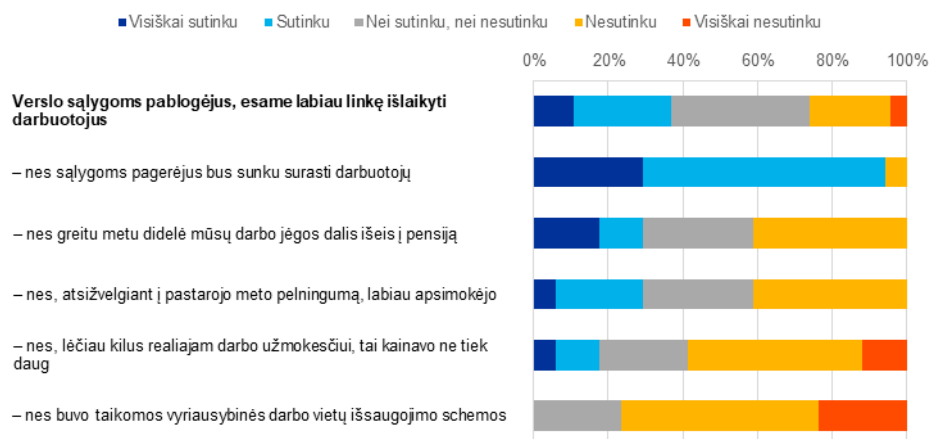
<sup>2</sup> Žr. interpus „Didesnės pelno maržos padėjo įmonėms išlaikyti darbo jėgą“ ir „Užimtumo euro zonoje didėjimo po pandemijos veiksniai: modeliu pagrįsta perspektyva“, *Ekonomikos biuletėnis*, ECB, 2024, Nr. 4.



## B pav.

### Atsakymų apie darbuotojų išlaikymą santrauka

(atsakymai, procentais)



Šaltinis: ECB.

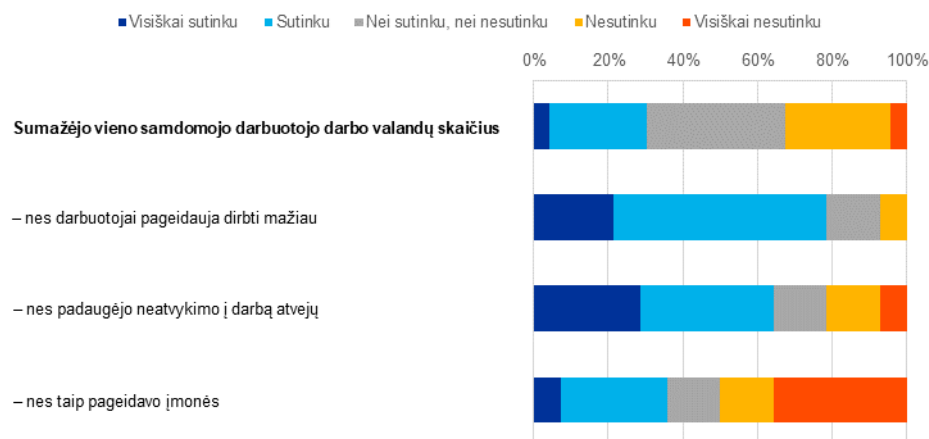
Pastaba: Žr. A pav. pastabas.

**Respondentai, sutikę, kad vieno samdomojo darbuotojo darbo valandų skaičius sumažėjo, nurodė, jog svarbiausia šio reiškinio priežastis ta, kad darbuotojai nori dirbti mažiau (žr. C pav.).** 80 % respondentų, sutikusių, kad darbo valandų skaičius sumažėjo, teigė, jog taip atsitiko (bent iš dalies) todėl, kad darbuotojai pageidavo mažiau dirbti, o du trečdaliai jų manė, kad dėl to padaugėjo neatvykimo į darbą atvejų. Tik trečdalis teigė, kad taip pageidavo pačios įmonės (nors daugiau nei pusė su šiuo papildomu teiginiu nesutiko, įskaitant trečdalį visiškai nesutikusiujų).

## C pav.

### Atsakymų apie dirbtų valandų skaičių santrauka

(atsakymai, procentais)



Šaltinis: ECB.

Pastaba: Žr. A pav. pastabas.

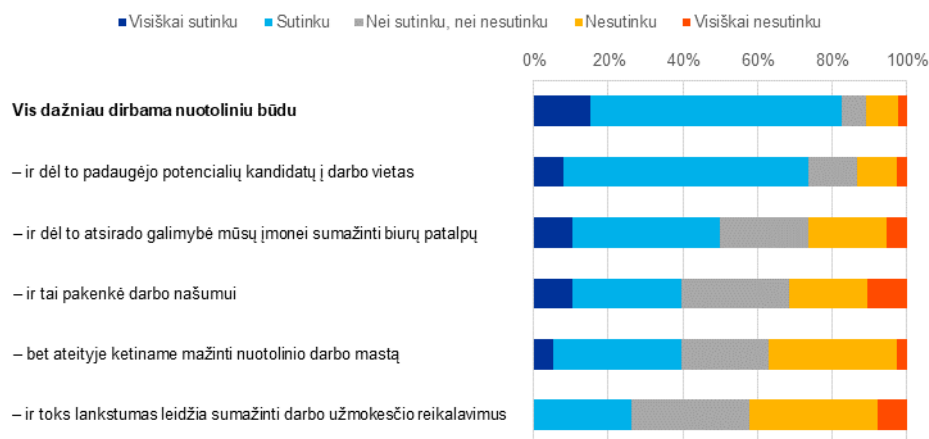
**Respondentai patvirtino, kad vis dažniau dirbama nuotoliniu būdu, o didžioji dalis jų sutiko, kad dėl to padaugėjo potencialių kandidatų į darbo vietas (žr. D pav.).** Trys ketvirtadaliai iš šiek tiek daugiau nei 80 % teigusiuju, kad itin paplito nuotolinis darbas, sutiko, jog dėl to padidėjo potencialių kandidatų į darbo vietas rezervas. Maždaug pusė respondentų teigė, kad tai suteikė galimybių jų įmonėms sumažinti biurų patalpas ir su jomis susijusias fiksuotas sąnaudas. Tik ketvirtadalis sutiko, kad tai padėjo sumažinti darbo užmokesčio reikalavimus, nors beveik pusė su tuo nesutiko. Apie 40 % respondentų sutiko su teiginiu, kad padidėjęs nuotolinio darbo mastas pakenkė darbo našumui (panaši dalis jų teigė ketinantys ateityje mažinti nuotolinio darbo mastą), o šiek tiek daugiau nei 30 % su šiuo teiginiu nesutiko.

Trys ketvirtadaliai iš šiek tiek daugiau nei 80 % teigusiuju, kad itin paplito nuotolinis darbas, sutiko, jog dėl to padidėjo potencialių kandidatų į darbo vietas rezervas. Maždaug pusė respondentų teigė, kad tai suteikė galimybių jų įmonėms sumažinti biurų patalpas ir su jomis susijusias fiksuotas sąnaudas. Tik ketvirtadalis sutiko, kad tai padėjo sumažinti darbo užmokesčio reikalavimus, nors beveik pusė su tuo nesutiko. Apie 40 % respondentų sutiko su teiginiu, kad padidėjęs nuotolinio darbo mastas pakenkė darbo našumui (panaši dalis jų teigė ketinantys ateityje mažinti nuotolinio darbo mastą), o šiek tiek daugiau nei 30 % su šiuo teiginiu nesutiko.

**D pav.**

**Atsakymų apie nuotolinį darbą santrauka**

(atsakymai, procentais)



Šaltinis: ECB.  
Pastaba: žr. A pav. pastabas.

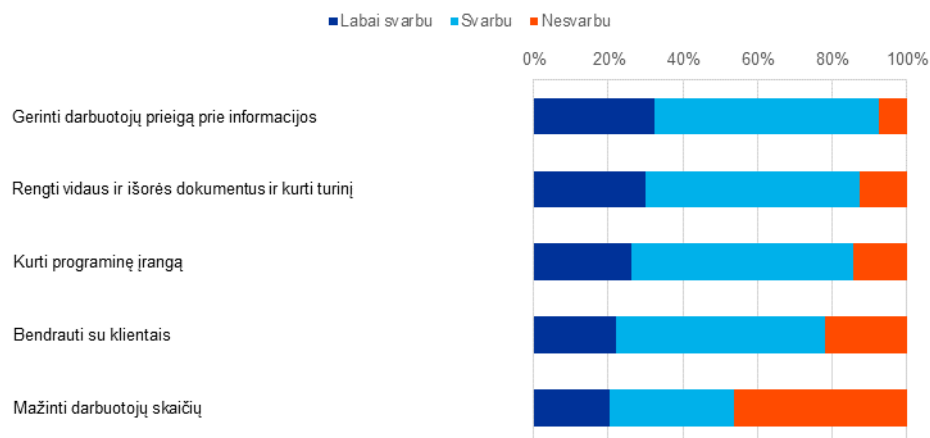
**Atsakydami į klausimus apie naudojimąsi generatyviniu DI, beveik trys ketvirtadaliai respondentų nurodė, kad jų įmonės jau naudoja šią technologiją, ir pateikė labai įvairių motyvų (žr. E pav.).** Dauguma jų, jau naudojusį generatyvinį DI, tai pradėjo daryti palyginti neseniai (šis reiškinys itin paplito 2023 m.). Maždaug pusė apklaustų įmonių vertino, kad bent kartą per savaitę generatyviniu DI naudojasi ne daugiau kaip 10 % jų darbuotojų, ir tik 6 % nurodė, kad reguliariai šia technologija besinaudojančių jų darbuotojų dalis yra didesnė nei 25 %.

Vertinant pagrindinius motyvus, dėl kurių imta naudotis generatyviniu DI, pirmiausia buvo nurodytas darbuotojų prieigos prie informacijos gerinimas – šį faktą svarbiu arba labai svarbiu laikė daugiau nei 90 % respondentų. Nedaug atsiliko generatyviniu DI naudojimas turinui ir programinei įrangai kurti bei bendravimui su klientais. Maždaug pusė šia technologija besinaudojančių įmonių sutiko, kad darbuotojų skaičiaus mažinimas taip pat buvo svarbi motyvacija. Be to, keli respondentai pabrėžė, kad naudojimasis generatyviniu DI vis dar yra eksperimentiniame etape, įmonėms mokantis ir siekiant nustatyti atvejus, kai naudojimasis generatyviniu DI padidintų darbo našumą, kokybę ir efektyvumą.

### E pav.

## Atsakymų, susijusių su pagrindiniais motyvais, dėl kurių imta naudotis generatyviniu DI, santrauka

(atsakymai, procentais)



Šaltinis: ECB.

Pastaba: stulpeliuose – respondentai (procentais), pateikę visus tris galimus atsakymus.

## 5 Naujausi darbo užmokesčio pokyčiai ir darbo užmokesčio atotrūkio vaidmuo

Parengė Colm Bates, Katalin Bodnár ir Kathinka Schlieker

**Darbo užmokesčio stebėseną – vienas iš esminių veiksnių, kuriuo remdamasis ECB analizuoja infliacijos perspektyvas.** Tai rodo, koks svarbus darbo užmokesčio vaidmuo kintant bazinei infliacijai, ypač paslaugų komponentei, kuri ir toliau buvo atspari. 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėse prognozėse tolesnės dezinfliacijos perspektyva grindžiama, be kita ko, lūkesčiais dėl nuosaikaus darbo užmokesčio augimo.

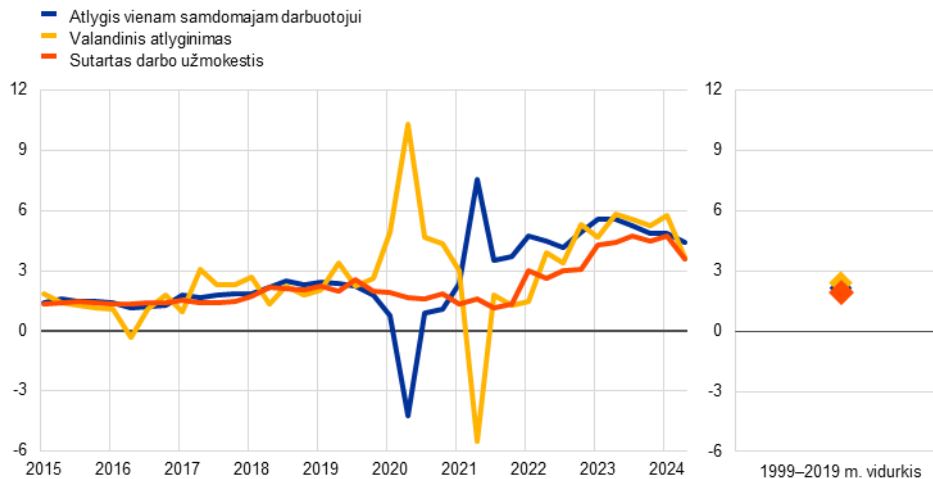
**Ekonomikai atsivėrus po pandemijos, darbo užmokestis euro zonoje kilo sparčiai, tai rodo ir infliacijos sukrėtimą prasidėjus nepateisinamam Rusijos karui prieš Ukrainą, bet šiuo metu matyti lėtėjimo požymių.** Vienas iš pagrindinių rodiklių, vertinant darbo užmokesčio augimą euro zonoje, – metinis atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo tempas. 2023 m. antrąjį ketvirtį šis rodiklis nuosekliai didėjo ir pasiekė aukštą lygį – 5,5 %, bet 2024 m. pirmąjį ketvirtį sumažėjo iki 4,8 %, o antrąjį ketvirtį – iki 4,3 %, t. y. tempas lėtėjo šiek tiek nuosaikiau, nei numatyta rugsėjo mėn. ECB ekspertų prognozėse. Kitų darbo užmokesčio rodiklių, pavyzdžiui, valandinio atlygio, rodikliai taip pat mažėja. Nepaisant šio augimo sulėtėjimo, skirtingų rodiklių prieaugis ir toliau buvo didelis ir maždaug dvigubai didesnis už istorinius vidurkius (apie 2,1 % visų rodiklių). Ilgalaikis vidurkis taip pat apima darbo užmokesčio nedidelio augimo laikotarpį, todėl juo neturėtų būti nurodomas tikslinis lygis. Atitinkamai augimo tempas taip pat tebėra didesnis už darbo užmokesčio augimą, kuris atitinka siekiamą 2 % infliacijos lygį ir 1 % našumo augimą. Tai pirmiausia susiję su dideliu kompensavimo dėl praeityje buvusios didelės infliacijos ir atitinkamo realiojo darbo užmokesčio atsilikimo mažėjimo poveikiu (žr. A pav.). Skirtumai tarp atlygio vienam samdomajam darbuotojui ir sutarto darbo užmokesčio augimo tempų rodo, kad, aiškinant darbo užmokesčio raidą, svarbus vaidmuo tenka darbo užmokesčio atotrūkiui (angl. *wage drift*)<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Žr. interpa „Naujausi darbo užmokesčio atotrūkio euro zonoje raida“, *Ekonomikos biuletenis*, ECB, 2018, Nr. 8.

## A pav.

### Darbo sąnaudų rodikliai euro zonoje

(metinis prieaugis, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas, ECB ir ECB ekspertų skaičiavimai.  
Pastabos: naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio.

### Pagal apibrėžtį darbo užmokesčio atotrūkis apima visas darbuotojui faktiškai mokamo darbo užmokesčio sudedamąsias dalis, pavyzdžiui, individualias premijas ir viršvalandžius, kurių neapima kolektyviai sutartas darbo užmokestis.

Atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimas gali būti išskaidytas į darbo užmokesčio augimą ir darbdavių mokamų socialinio draudimo įmokų įtaką. Savo ruožtu vieno samdomojo darbuotojo darbo užmokesčio augimą sudaro sutarto darbo užmokesčio augimo tempas ir darbo užmokesčio atotrūkis, kuris apskaičiuojamas kaip darbo užmokesčio vienam samdomajam darbuotojui augimo ir sutarto darbo užmokesčio augimo tempo skirtumas. Euro zonos sutarto darbo užmokesčio eilutėse fiksuojami kolektyvinės sutarties sudarymo derybų rezultatai – vidutinio arba reprezentacinio samdomojo darbuotojo darbo užmokesčio pokyčiai atitinkamuose sektoriuose. Čia įtraukiamos ir vienkartinės išmokos, jei jos numatytos kolektyvinėse sutartyse. Tačiau yra ir kitų darbo užmokesčio sudedamųjų dalių, kurios nenumatomos kolektyvinėse sutartyse – tai individualios premijos ir darbo užmokesčio padidėjimas dėl perkėlimo į aukštesnes pareigas. Šie rodikliai atsispindi faktiniame darbo užmokesčio vienam samdomajam darbuotojui prieaugyje, taigi ir darbo užmokesčio atotrūkyje. Apskritai darbo užmokesčio atotrūkis taip pat susijęs su tokiais veiksniais kaip individualiai ir kolektyvinėse sutartyse nustatyto darbo užmokesčio augimo skirtumai, kurių svarba didėja mažėjant darbuotojų, sudarančių kolektyvines sutartis, skaičiui, ir atvirkščiai. Galiausiai, kadangi sutartas darbo užmokestis susijęs su reprezentacinio arba vidutinio visą darbo dieną dirbančio samdomojo darbuotojo darbo užmokesčiu, darbo užmokesčio atotrūkis taip pat rodo vidutinio dirbtų valandų skaičiaus pokyčius (pvz., kai dirbami viršvalandžiai arba pereinama nuo darbo visą darbo dieną prie darbo ne visą darbo dieną), kurie lemia faktinį darbo užmokestį. Kai kurie iš šių veiksnių suponuoja, kad darbo užmokesčio atotrūkis gali greičiau parodyti trumpalaikius ekonominių sąlygų pokyčius nei sutartas darbo užmokestis, kuris paprastai yra nustatomas tam tikram terminui. Dėl šios priežasties darbo užmokesčio atotrūkis yra svarbus faktinio samdomųjų darbuotojų atlygio augimo analizės elementas.

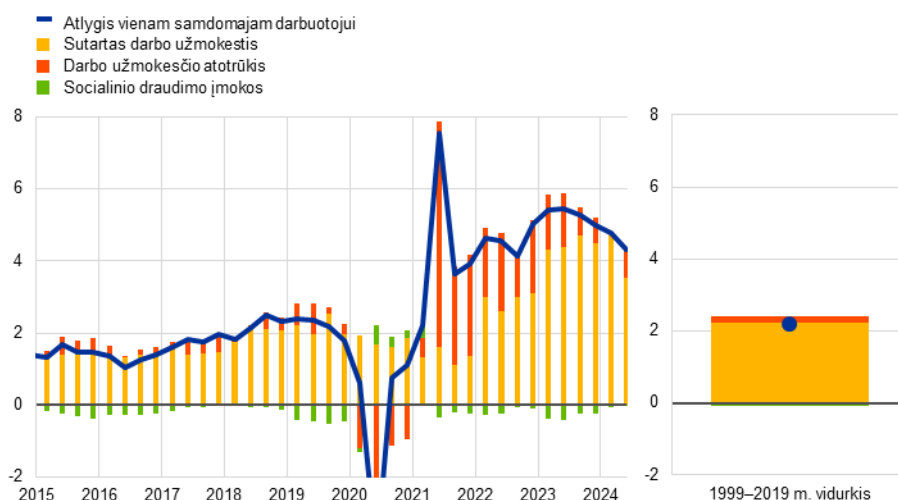
### Atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo pastaruoju metu lėtėjimą lėmė sulėtėjęs darbo užmokesčio atotrūkio augimas.

Po infliacijos šuolio darbo užmokesčio atotrūkis buvo svarbus atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo veiksnys, o tai gali reikšti, kad individualiai suderintų sutarčių atveju šis šuolis buvo kompensuotas anksčiau, o kolektyvinių sutarčių atveju – iš anksto (galbūt savanoriškai). 2023 m. sutarto darbo užmokesčio veiksnys pakeitė darbo užmokesčio atotrūkį, toliau skatindamas didinti atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimą tiek 2023 m., tiek 2024 m. antrąjį ketvirtį (žr. B pav.). Šis santykinės svarbos pokytis atitinka tai, kad laikui bėgant infliacijos kompensavimas buvo perskirstytas pereinant nuo darbo užmokesčio atotrūkio sudedamosios dalies prie sutarto darbo užmokesčio, tiek didinant bazinį darbo užmokesťį, tiek mokant vienkartinę išmoką. Darbo užmokesčio atotrūkio poveikis atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimui 2022–2023 m. vidutiniškai sudarė 1,5 procentinio punkto, t. y. buvo gerokai didesnis nei prieš pandemiją, ir, nepaisant tam tikrų svyravimų, šiuo metu vis dar yra didesnis nei iki pandemijos (1999–2019 m. – 0,2 procentinio punkto).

### B pav.

#### Atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo išskaidymas

(metinis prieaugis, procentais; kaitos veiksniai, procentiniais punktais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: grafike kairėje skalė sutrumpinta, kad būtų lengviau skaityti. 2020 m. antrąjį ketvirtį atlygis vienam samdomajam darbuotojui padidėjo –4,2%. Naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio.

### Taigi pastarasis laikotarpis yra pavyzdys, kaip ekonomines sąlygas greičiau parodo darbo užmokesčio atotrūkis, o ne sutarto darbo užmokesčio augimas.

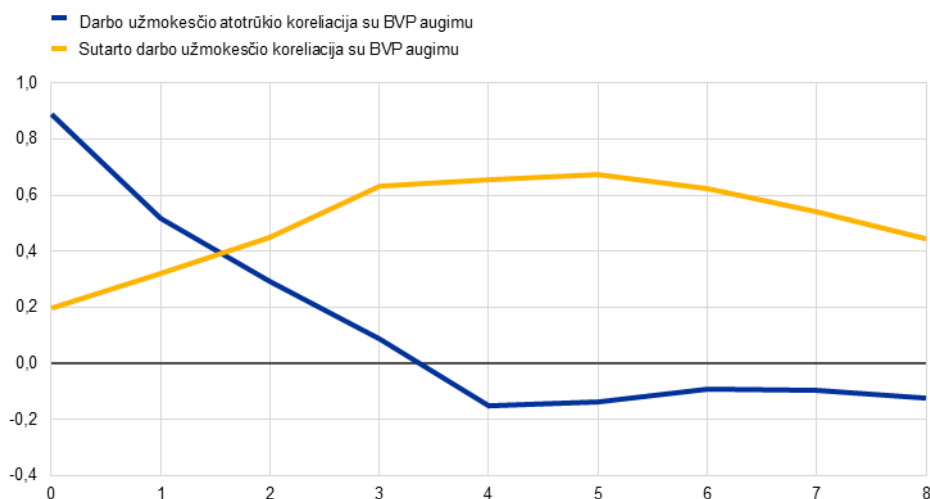
Vertinant apskritai, esant įtemptoms darbo rinkos sąlygoms, kai darbdaviai siekia išlaikyti darbuotojus ir jiems atlyginti, įmonės gali siūlyti didesnį darbo užmokesťį priimtiems naujiems arba esamiems darbuotojams, nei numatyta galiojančiose kolektyvinėse sutartyse, nustatyti aukštesnį darbuotojų atlygio rėžį laikydamiesi kolektyvinėje sutartyje nustatytą darbo užmokesčio dydžių arba tiesiog mokėti premijas prie sutarto darbo užmokesčio. Be to, kolektyvinių sutarčių nesudarę samdomieji darbuotojai gali gebėti greičiau susitarti dėl darbo užmokesčio koregavimo nei profesinės sąjungos, kurios yra saistomos sutarčių terminų. Abu šie veiksniai didina darbo užmokesčio atotrūkį. Tikimybė, kad visa tai įvyks, didėja esant

įtemptoms darbo rinkos sąlygoms ir kartu dėl didelės infliacijos sparčiai mažėjant realiajam darbo užmokesčiui. Tiesa, sutarto darbo užmokesčio augimui prisitaikant prie infliacijos kompensavimo poreikio, darbo užmokesčio atotrūkio įtaka mažėja ir galiausiai abi pagrindinės darbo užmokesčio augimo sudedamosios dalys ima kisti priešingai. Tai matyti iš paprastos koreliacijų analizės – darbo užmokesčio atotrūkis į ekonomikos ciklą reaguoja anksčiau nei sutartas darbo užmokesčio augimas. Iš C pav. matyti, kad darbo užmokesčio atotrūkis labai teigiamai ir vienalaikiai koreliuoja su BVP augimu, kuris vėliau mažėja, o sutarto darbo užmokesčio augimas reaguoja su kelių ketvirčių vėlavimu.

### C pav.

#### Darbo užmokesčio atotrūkio ir sutarto darbo užmokesčio koreliacija su BVP augimu

(metinio augimo tempo koreliacijos koeficientas)



Šaltiniai: Eurostatas, ECB ir ECB ekspertų skaičiavimai.

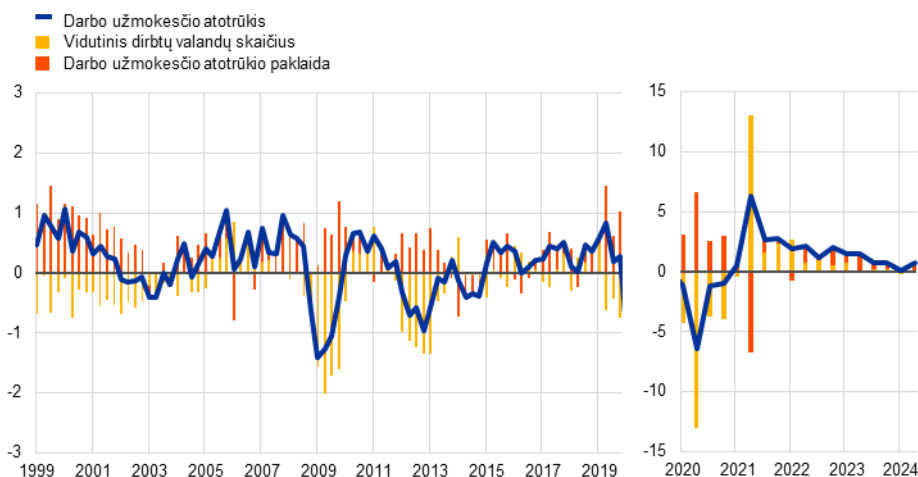
Pastabos: x ašyje pavaizduota, kiek ketvirčių darbo užmokesčio atotrūkis ir sutarto darbo užmokesčio augimas atsilieka nuo BVP augimo. Skaičiavimai grindžiami duomenimis nuo 1999 m. iki 2024 m. antrojo ketvirčio. Rezultatai iš esmės nesikeičia, jei vertinamas tik ikipandeminis laikotarpis (nuo 1999 m. pirmojo ketvirčio iki 2019 m. ketvirtą ketvirčio).

**Vienas iš kanalų, per kurį ekonomikos ciklas veikia darbo užmokesčio atotrūkį, yra vidutinis dirbtų valandų skaičius.** Įmonėse padidėjus paklausai, iš pradžių paprastai prašoma darbuotojų dirbti daugiau valandų. Apmokėtus viršvalandžius rodo darbo užmokesčio atotrūkis. Tačiau iš karto po pandemijos buvusį didelį vidutinio darbo valandų skaičiaus poveikį darbo užmokesčio atotrūkiui galima paaiškinti ne šiuo cikliniu poveikiu, o tuo, kad atsigavo vidutinis dirbtų valandų skaičius, nes sumažėjo dalyvavimas darbo vietų išsaugojimo schemose (žr. D pav.). Pastaruoju metu šis poveikis sumenko, o tai prisidėjo prie darbo užmokesčio atotrūkio mažėjimo. Tiesa, darbo užmokesčio atotrūkio ir vidutinio dirbtų valandų skaičiaus augimo skirtumas pastaruoju metu taip pat buvo šiek tiek didesnis, o tai rodo, koks svarbus yra infliacijos kompensavimo vaidmuo.

## D pav.

### Darbo užmokesčio atotrūkio išskaidymas į vidutinio dirbtų valandų skaičiaus augimą ir kitus veiksnius

(augimas, palyginti su atitinkamu ankstesnių metų laikotarpiu, procentais; kaitos veiksniai, procentiniais punktais)



Šaltiniai: Eurostatas, ECB ir ECB ekspertų skaičiavimai.  
Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. antrojo ketvirčio.

### Aiškinant darbo užmokesčio atotrūkio pokyčius, reikia atsižvelgti ir į kai kurius techninius veiksnius.

Vidutinis darbo užmokeskis, taigi ir darbo užmokesčio atotrūkis, gali kisti, kai sektoriai ar kvalifikacijos lygiai yra susiję su skirtingais darbo užmokesčio dydžiais ir kai keičiasi užimtumo struktūra visose šiose kategorijose. Pavyzdžiui, per pandemiją neigiamas poveikis buvo užimtumui asu turizmu susijusiuose sektoriuose, kuriuose darbo užmokesčio lygis paprastai būna gana žemas, ir tai veikiausiai turėjo įtakos atlygio vienam samdomajam darbuotojui didinimui, kuris vėliau pasireiškė darbo užmokesčio atotrūkiu ir kuris buvo šiek tiek anticikliškas ir iš dalies atsvėrė kitus prociklinius veiksnius. Be to, apskaičiuojant darbo užmokesčio atotrūkį, remiamasi dviejų rodiklių, apimančių skirtingas šalis, skirtumu: sutarto darbo užmokesčio eilutė agreguojama iš šalių nesuderintų duomenų, neapimant visų euro zonos šalių, o atlygis vienam samdomajam darbuotojui nustatomas iš Europos sąskaitų sistemos, kuri suderintai taikoma visose šalyse<sup>2</sup>. Dėl šios skirtingos aprėpties darbo užmokesčio atotrūkis yra su tam tikra agregavimo paklaida, pavyzdžiui, dėl to, kad Baltijos šalyse nėra kolektyvinėmis sutartimis nustatyto darbo užmokesčio duomenų, o atlygis vienam samdomajam darbuotojui didėjo labai daug<sup>3</sup>. Paprastai ši paklaida yra labai nedidelė, bet pastaraisiais ketvirčiais ji buvo šiek tiek didesnė (2022 m. pirmąjį ketvirtį–2024 m. antrąjį ketvirtį – vidutiniškai 0,2 procentinio punkto) nei iki pandemijos (1999–2019 m. – 0,1 procentinio punkto). Galiausiai, kaip jau minėta, per pandemiją darbo vietų išsaugojimo schemų poveikis atlygiui vienam samdomajam darbuotojui

<sup>2</sup> Euro zonos sutarto darbo užmokesčio eilutę rengia ECB, remdamasis devynių šalių (Austrijos, Belgijos, Vokietijos, Ispanijos, Suomijos, Prancūzijos, Italijos, Nyderlandų ir Portugalijos) duomenimis, ir ji apima maždaug 94 % atlygio darbuotojams euro zonoje.

<sup>3</sup> Nors daugumoje euro zonos šalių didžiąjai daliai darbuotojų taikomos sektorinės kolektyvinės sutartys dėl darbo užmokesčio, keliose šalyse dauguma darbuotojų dėl atlygio tariasi su įmonėmis. Taip pat žr. Górnicka, L. ir Koester, G. (eds.), „A forward-looking tracker of negotiated wages in the euro area“, *Occasional Paper Series*, No 338, ECB, February 2024.



pirmiausia pasireiškė darbo užmokesčio atotrūkiu, nes sutartam darbo užmokesčiui šie iškraipymai įtakos neturėjo<sup>4</sup>.

**Apibendrinant pasakytina, kad atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimą iš esmės galima suskirstyti į sutarto darbo užmokesčio augimą ir darbo užmokesčio atotrūkį, o pastarasis per ekonomikos ciklą lenkia pirmąjį.**

Nors euro zonoje atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimas yra vis dar istoriškai aukšto lygio, šiuo metu yra pasiektas toks dezinfliacijos proceso etapas, kai darbo užmokesčio atotrūkio skatinamasis poveikis slopsta. Kadangi infliacijos kompensavimo klausimas vis dažniau įtraukiamas į kolektyvines derybas dėl darbo užmokesčio, esamą atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo lygį palaikė spartus sutarto darbo užmokesčio augimas. Infliacijos šuoliui pasibaigus, gali būti, kad realiojo darbo užmokesčio augimas dar turės šiek tiek vyti iš paskos, tačiau tikėtina, kad spaudimas didinti sutartą darbo užmokesį nუსlūgs.

---

<sup>4</sup> Atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo patikslinimai taip pat pirmiausia pasireiškia darbo užmokesčio atotrūkiu, nes sutarto darbo užmokesčio augimo duomenys tikslinami mažiau.

## 6 Likvidumo sąlygos ir pinigų politikos operacijos nuo 2024 m. balandžio 17 d. iki liepos 23 d.

Parengė Samuel Bieber ir Christian Lizarazo

**Šiame interpe aprašomos likvidumo sąlygos ir Eurosistemos pinigų politikos operacijos 2024 m. trečiuoju ir ketvirtuoju privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiais.** Abu šie privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai truko nuo 2024 m. balandžio 17 d. iki liepos 23 d. (toliau – apžvelgiamas laikotarpis).

**Apžvelgiamu laikotarpiu vidutinis perteklinis likvidumas euro zonos bankų sistemoje ir toliau mažėjo – iki 3 176,5 eurų.** Šiam mažėjimui įtaką darė tai, kad 2024 m. birželio 26 d. baigėsi aštuntosios operacijos pagal trečiąją tikslinių ilgesnės trukmės refinansavimo operacijų (TITRO III.8) seriją terminas ir bankai anksčiau termino grąžino kitų TITRO III operacijų lėšas. Likvidumo didinimas taip pat sumažėjo ir dėl mažesnio turimo turto pagal turto pirkimo programas (TPP) valdymo, kurį lėmė nuo 2023 m. liepos pradžios nutrauktas reinvestavimas pagal TPP. Pagal specialiąją pandeminę pirkimo programą (SPPP) įsigyti vertybiniai popieriai taip pat pradėjo mažėti nuo liepos pradžios, nes reinvestuojama tik dalis pagrindinės sumos, gautos iš vertybinių popierių išpirkimo suėjus jų terminui. Sumažėjusį likvidumo didinimą iš dalies atsvėrė toliau mažėjantys grynieji autonominiai veiksniai.

### Likvidumo poreikis

**Apžvelgiamu laikotarpiu vidutinis dienos bankų sistemos likvidumo poreikis, apibrėžiamas kaip gryųjų autonominių veiksnių ir privalomųjų atsargų suma, sumažėjo 47,1 mlrd. ir sudarė 1 484 mlrd. eurų.** Tam didžiausią įtaką turėjo gryųjų autonominių veiksnių sumažėjimas 47,2 mlrd. eurų (iki 1 322,5 mlrd. eurų) (žr. A lentelės dalį „Kita informacija apie likvidumą“), kurį savo ruožtu lėmė likvidumą didinančių autonominių veiksnių padidėjimas, kurį ne visiškai atsvėrė likvidumą mažinančių autonominių veiksnių padidėjimas. Privalomųjų atsargų reikalavimai sumažėjo 0,1 mlrd. eurų (iki 161,6 mlrd. eurų).

**Likvidumą mažinantys autonominiai veiksniai apžvelgiamu laikotarpiu padidėjo 20,8 mlrd. – iki 2 640,6 mlrd. eurų, pirmiausia dėl kitų autonominių veiksnių padidėjimo.** Kiti grynieji autonominiai veiksniai vidutiniškai padidėjo 47,5 mlrd. eurų. Tai daugiausia lėmė perkainojimo sąskaitų padidėjimas 66,4 mlrd. eurų, susijęs su didėjančiomis aukso kainomis, kurių poveikį likvidumui iš esmės atsvėrė didesnis grynasis užsienio turtas. Dėl šios priežasties valdžios sektoriaus indėliai, kurie vidutiniškai sumažėjo 36,9 mlrd. iki 117,7 mlrd. eurų apžvelgiamu laikotarpiu, buvo pagrindinis gryųjų autonominių veiksnių mažėjimą lemiantis veiksnys (žr. A lentelės dalį „Kita informacija apie likvidumą“). Šis sumažėjimas rodė tolesnį nacionalinių išdų departamentų indėlių, laikomų Eurosistemoje, bendro kiekio normalizavimą, kurį taip pat paskatino atlyginimų pokyčiai, įsigalioję 2023 m. gegužės 1 d., kuriuos vėliau, 2024 m. balandžio 16 d., patvirtino Valdancioji taryba (žr. Ekonomikos biuletenį, 2024, Nr. 4). Apžvelgiamu

laikotarpiu banknotų apyvartoje vidutinė vertė padidėjo 10,3 mlrd. – iki 1 554,9 mlrd. eurų. Banknotų paklausa stabilizavosi ties žemesniu lygiu po šuolio iki daugiau kaip 1 600 mlrd. eurų 2022 m. liepos mėn.

**Likvidumą didinantys autonominiai veiksniai padidėjo 68,3 mlrd. ir sudarė 1 318,6 mlrd. eurų, pirmiausia dėl grynojo užsienio turto padidėjimo iki 65,8 mlrd. eurų.** Grynojo užsienio turto padidėjimą lėmė tai, kad dėl didesnių aukso kainų aukso atsargų vertė išaugo vidutiniškai 61,4 mlrd. eurų. Grynasis turtas eurais per apžvelgiamą laikotarpį padidėjo 2,5 mlrd. eurų.

## A lentelė

### Eurosistemos likvidumo sąlygos

#### Įsipareigojimai

(vidurkiai; mlrd. eurų)

|  | Dabartinis apžvelgiamas laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–<br>liepos 23 d. |          |   |          |  |          | Ankstesnis apžvelgtas laikotarpis:<br>2024 m. sausio 31 d.–balandžio 16 d. |         |
|--|---|----------|---|----------|--|----------|--|---------|
|  | trečiasis ir ketvirtasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai             |          | trečiasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–birželio 11 d. |          | ketvirtasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. birželio 12 d.–liepos 23 d. |          | pirmasis ir antrasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai              |         |
| <b>Likvidumą mažinantys autonominiai veiksniai</b>           | 2 640,6   | (+20,8)  | 2 632,4   | (+14,1)  | 2 651,5  | (+19,1)  | 2 619,7  | (-33,7) |
| Banknotai apyvartoje   | 1 554,9   | (+10,3)  | 1 551,5   | (+5,2)   | 1 559,5  | (+8,0)   | 1 544,6  | (-9,1)  |
| Valdžios sektoriaus indėliai                                 | 117,7   | (-36,9)  | 119,5   | (-18,3)  | 115,2  | (-4,3)   | 154,6  | (-27,7) |
| Kiti autonominiai veiksniai (gryniję) <sup>1</sup>           | 968,0   | (+47,5)  | 961,4   | (+27,2)  | 976,8  | (+15,4)  | 920,6  | (+3,1)  |
| <b>Einamosios sąskaitos, neįskaitant privalomųjų atsargų</b> | 5,7   | (-1,3)   | 5,4   | (-1,4)   | 6,2  | (+0,8)   | 7,0  | (-1,1)  |
| <b>Privalomosios atsargos<sup>2</sup></b>                    | 161,6   | (+0,1)   | 161,3   | (-0,3)   | 161,9  | (+0,7)   | 161,5  | (-1,7)  |
| <b>Naudojimosi indėlių galimybe</b>                          | 3 170,8   | (-250,6) | 3 214,0   | (-124,0) | 3 113,2  | (-100,7) | 3 421,3  | (-99,1) |
| <b>Likvidumo mažinimo koreguojamosios operacijos</b>         | 0,0   | (+0,0)   | 0,0   | (+0,0)   | 0,0  | (+0,0)   | 0,0  | (+0,0)  |

Šaltinis: ECB.

Pastabos: skaičiai lentelėje suapvalinti 0,1 mlrd. eurų tikslumu. Skaičiai skliausteliuose rodo pokytį, palyginti su ankstesniu apžvelgtu ar privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiu.

<sup>1</sup> Euro zonos rezidentų perkainojimo sąskaitų, kitų reikalavimų ir įsipareigojimų bei kapitalo ir rezervų suma.

<sup>2</sup> Straipsnis, kuris į Eurosistemos balansą neįtraukiamas, ir todėl neturėtų būti įtraukiamas apskaičiuojant visus įsipareigojimus.

## Turtas

(vidurkiai; mlrd. eurų)

|  | Dabartinis apžvelgiamas laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–<br>liepos 23 d. |          |   |          |  |         | Ankstesnis<br>apžvelgtas<br>laikotarpis:<br>2024 m. sausio<br>31 d.–balandžio<br>16 d. |          |
|--|---|----------|---|----------|--|---------|--|----------|
|  | trečiasis ir<br>ketvirtasis<br>privalomųjų<br>atsargų laikymo<br>laikotarpiai |          | trečiasis privalomųjų<br>atsargų laikymo<br>laikotarpis:<br>2024 m. balandžio<br>17 d.–birželio 11 d. |          | ketvirtasis<br>privalomųjų atsargų<br>laikymo laikotarpis:<br>2024 m. birželio<br>12 d.–liepos 23 d. |         | pirmasis ir antrasis<br>privalomųjų atsargų<br>laikymo laikotarpiai                    |          |
| <b>Likvidumą didinantys<br/>autonominiai veiksniai</b> | 1 318,6   | (+68,3)  | 1 311,3   | (+39,1)  | 1 328,3  | (+17,1) | 1 250,3  | (+64,1)  |
| Grynasis užsienio turtas                               | 1 045,4   | (+65,8)  | 1 031,7   | (+36,2)  | 1 063,7  | (+32,1) | 979,6  | (+34,8)  |
| Grynasis turtas eurais                                 | 273,2   | (+2,5)   | 279,6   | (+2,9)   | 264,6  | (-15,0) | 270,7  | (+29,3)  |
| <b>Pinigių politikos priemonės</b>                     | 4 660,5   | (-299,0) | 4 702,3   | (-150,3) | 4 604,9  | (-97,4) | 4 959,5  | (-199,9) |
| Atvirosios rinkos operacijos                           | 4 660,5   | (-299,0) | 4 702,3   | (-150,3) | 4 604,9  | (-97,4) | 4 959,5  | (-199,9) |
| Kredito operacijos                                     | 134,0   | (-199,9) | 151,6   | (-100,6) | 110,6  | (-40,9) | 334,0  | (-123,5) |
| PRO  | 3,9   | (-0,0)   | 2,5   | (-0,3)   | 5,7  | (+3,2)  | 3,9  | (-3,7)   |
| 3 mėn. ITRO  | 7,7   | (+1,3)   | 8,1   | (+0,2)   | 7,0  | (-1,2)  | 6,4  | (+2,0)   |
| TITRO III  | 122,5   | (-201,2) | 140,9   | (-100,5) | 97,9   | (-43,0) | 323,7  | (-121,8) |
| Vienakrypčių sandorių portfeliai <sup>1</sup>          | 4 526,5   | (-99,0)  | 4 550,7   | (-49,7)  | 4 494,3  | (-56,5) | 4 625,5  | (-76,5)  |
| Ribinio skolinimosi galimybės                          | 0,0   | (-0,0)   | 0,0   | (-0,0)   | 0,0  | (+0,0)  | 0,0  | (-0,0)   |

Šaltinis: ECB.

Pastabos: skaičiai lentelėje suapvalinti 0,1 mlrd. eurų tikslumu. Skaičiai skliausteliuose rodo pokytį, palyginti su ankstesniu apžvelgtu ar privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiu. PRO – pagrindinės refinansavimo operacijos, ITRO – ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos ir TITRO III – trečiosios serijos tikslinės ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos.

<sup>1</sup> Nutraukus grynuosius turto pirkimus, individualus vienakrypčių sandorių portfelių suskirstymas nepateikiamas.

## Kita informacija apie likvidumą

(vidurkiai; mlrd. eurų)

|  | Dabartinis apžvelgiamas laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–<br>liepos 23 d. |          |   |          |  |          | Ankstesnis<br>apžvelgtas<br>laikotarpis:<br>2024 m. sausio<br>31 d.–balandžio<br>16 d. |          |
|--|---|----------|---|----------|--|----------|--|----------|
|  | trečiasis ir<br>ketvirtasis<br>privalomųjų<br>atsargų laikymo<br>laikotarpiai |          | trečiasis privalomųjų<br>atsargų laikymo<br>laikotarpis:<br>2024 m. balandžio<br>17 d.–birželio 11 d. |          | ketvirtasis<br>privalomųjų atsargų<br>laikymo laikotarpis:<br>2024 m. birželio<br>12 d.–liepos 23 d. |          | pirmasis ir<br>antrasis<br>privalomųjų<br>atsargų laikymo<br>laikotarpiai              |          |
| Bendras likvidumo poreikis <sup>1</sup>      | 1 484,0   | (-47,1)  | 1 482,9   | (-25,1)  | 1 485,5  | (+2,6)   | 1 531,2  | (-99,7)  |
| Grynieji autonominiai veiksniai <sup>2</sup> | 1 322,5   | (-47,2)  | 1 321,6   | (-24,8)  | 1 323,6  | (+1,9)   | 1 369,7  | (-98,0)  |
| Perteklinis likvidumas <sup>3</sup>          | 3 176,5   | (-251,8) | 3 219,3   | (-125,3) | 3 119,4  | (-100,0) | 3 428,3  | (-100,2) |

Šaltinis: ECB.

Pastabos: skaičiai lentelėje suapvalinti 0,1 mlrd. eurų tikslumu. Skaičiai skliausteliuose rodo pokytį, palyginti su ankstesniu apžvelgtu ar privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiu.

<sup>1</sup> Grynyųjų autonominių veiksmų ir privalomųjų atsargų reikalavimų suma.

<sup>2</sup> Autonominių likvidumo veiksmų įsipareigojimų dalyje ir autonominių likvidumo veiksmų turto dalyje skirtumas. Šioje lentelėje grynieji autonominiai veiksniai apima nebaigtus atsiskaitymus.

<sup>3</sup> Privalomųjų atsargų reikalavimus viršijančių einamųjų sąskaitų ir naudojamasi indėlių galimybe suma minus naudojimas ribinio skolinimosi galimybe.

## Palūkanų normų raida

(vidurkiai; procentais ir procentiniais punktais)

|                               | Dabartinis apžvelgiamas laikotarpis:<br>2024 m. balandžio 17 d.– liepos 23 d.                         |          |  |          | Ankstesnis apžvelgtas laikotarpis:<br>2024 m. sausio 31 d.– balandžio 16 d.                          |          |  |          |
|-------------------------------|---|----------|--|----------|--|----------|--|----------|
|                               | trečiasis<br>privalomųjų atsargų<br>laikymo laikotarpis:<br>2024 m. balandžio<br>17 d.–birželio 11 d. |          | ketvirtasis<br>privalomųjų atsargų<br>laikymo laikotarpis:<br>2024 m. birželio<br>12 d.–liepos 23 d. |          | pirmasis<br>privalomųjų<br>atsargų laikymo<br>laikotarpis:<br>2024 m. sausio<br>31 d.–<br>kovo 12 d. |          | antrasis<br>privalomųjų<br>atsargų laikymo<br>laikotarpis:<br>2024 m. kovo<br>13 d.–balandžio<br>16 d. |          |
| PRO                           | 4,50  | (+0,00)  | 4,25   | (-0,25)  | 4,50   | (+0,00)  | 4,50   | (+0,00)  |
| Ribinio skolinimosi galimybės | 4,75  | (+0,00)  | 4,50   | (-0,25)  | 4,75   | (+0,00)  | 4,75   | (+0,00)  |
| Indėlių galimybė              | 4,00  | (+0,00)  | 3,75   | (-0,25)  | 4,00   | (+0,00)  | 4,00   | (+0,00)  |
| €STR                          | 3 907   | (-0,000) | 3 663  | (-0,244) | 3 907  | (+0,01)  | 3 907  | (+0,000) |
| RepoFunds Rate Euro indeksas  | 3 953   | (+0,007) | 3 714  | (-0,239) | 3 955  | (+0,049) | 3 947  | (-0,008) |

Šaltiniai: ECB, CME Group ir Bloomberg.

Pastabos: skaičiai skliaustuose rodo pokytį procentiniais punktais, palyginti su ankstesniu apžvelgtu ar privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiu. PRO – pagrindinės refinansavimo operacijos, €STR – euro trumpalaikio skolinimosi norma.

## Pinigų politikos priemonėmis suteiktas likvidumas

**Apžvelgiamu laikotarpiu pinigų politikos priemonėmis suteiktas likvidumas vidutiniškai sumažėjo 299,0 mlrd. – iki 4 660,5 mlrd. eurų (žr. A pav.).** Likvidumo pasiūlos mažėjimą pirmiausia lėmė kredito operacijų ir mažiau – vienakrypčių sandorių portfelių sumažėjimas.

**Kredito operacijomis suteiktas vidutinis likvidumas apžvelgiamu laikotarpiu sumažėjo 199,9 mlrd. ir sudarė 134 mlrd. eurų.** Šis sumažėjimas iš esmės susijęs su TITRO III likučių sumažėjimu dėl to, kad 2024 m. birželio 26 d. baigėsi TITRO III.8 (47,4 mlrd. eurų) terminas ir buvo anksčiau termino gražintos kitos TITRO lėšos (17,1 mlrd. eurų). Eurosistemos 3 mėn. ilgesnės trukmės refinansavimo operacijų (ITRO) likutis padidėjo 1,3 mlrd. eurų, o pagrindinių refinansavimo operacijų (PRO) apimtis iš esmės nepasikeitė. Ribotas bankų dalyvavimas šiose reguliariose operacijose ir jų gebėjimas gražinti dideles TITRO lėšų sumas be dalyvavimo reguliariose refinansavimo operacijose rodo, kad jų likvidumo pozicijos iš esmės yra geros, ir tai, kad yra alternatyvių finansavimo šaltinių su patraukliomis palūkanų normomis.

**Apžvelgiamu laikotarpiu per turimus vienakrypčių sandorių portfelius suteiktas vidutinis likvidumas sumažėjo 99 mlrd. – iki 4 526,5 mlrd. eurų.** Tai lėmė reinvesticijų pagal TPP nutraukimas 2023 m. liepos 1 d., o mažesnę įtaką tam darė dalinis reinvestavimas pagal SPPP nuo 2024 m. liepos 1 d.<sup>1,2</sup>

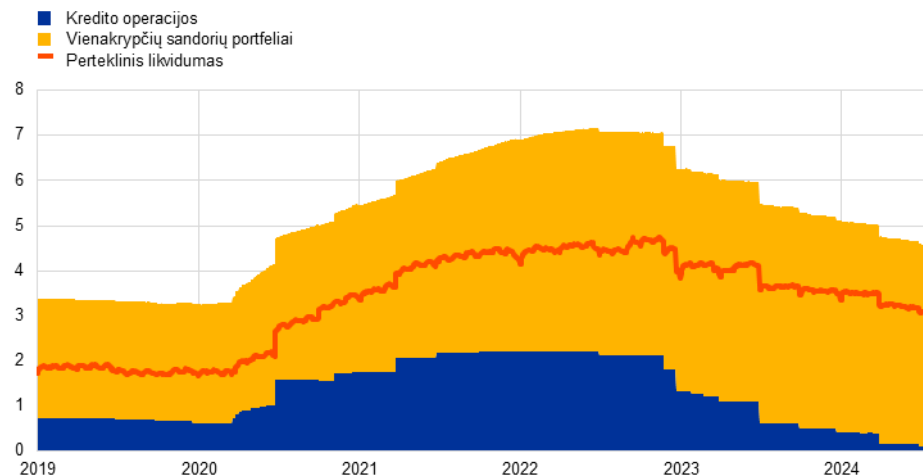
<sup>1</sup> Vienakrypčių sandorių portfeliuose laikomi vertybiniai popieriai į apskaitą įtraukiami amortizuota savikaina ir perkainojami kiekvieno ketvirčio pabaigoje, o tai taip pat turi įtakos bendriems vidurkiams ir šių portfelių pokyčiams.

<sup>2</sup> 2024 m. birželio mėn. Valdančioji taryba patvirtino, kad ECB reinvestavo tik dalį pagrindinių sumų, gautų iš pagal SPPP įsigytų vertybinių popierių išpirkimo suėjus jų terminui, per 2024 m. antrąjį ketvirtį ir kad apskritai nutrauks reinvesticijas 2024 m. pabaigoje.

## A pav.

### Atvirosios rinkos operacijomis suteikto likvidumo ir perteklinio likvidumo raida

(trln. eurų)



Šaltinis: ECB.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. liepos 23 d.

## Perteklinis likvidumas

### Apžvelgiamu laikotarpiu vidutinis perteklinis likvidumas sumažėjo

**251,8 mlrd. ir sudarė 3 176,5 mlrd. eurų (žr. A pav.).** Perteklinis likvidumas – bankų atsargų, viršijančių privalomąsias atsargas, ir naudojimosi indėlių galimybe suma minus naudojimosi ribinio skolinimosi galimybe. Jis rodo skirtumą tarp viso bankų sistemai suteikto likvidumo ir bankų likvidumo poreikio privalomosioms atsargoms padengti. Po šuolio iki 4 748 mlrd. eurų 2022 m. lapkričio mėn. perteklinis likvidumas stabiliai mažėjo.

## Palūkanų normų raida

### Valdančioji taryba nusprendė nuo 2024 m. birželio 12 d. sumažinti visas tris

**ECB pagrindines palūkanų normas 25 baziniais punktais.** Apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje indėlių galimybės, PRO ir ribinio skolinimosi galimybės palūkanų normos buvo atitinkamai 3,75 %, 4,25 % ir 4,50 %.

**Vidutinė euro trumpalaikio skolinimosi norma (€STR) atspindėjo pinigų politikos palūkanų normų sumažinimus, ECB indėlių galimybės palūkanų normų skirtumas ir toliau buvo stabilus.** Visą apžvelgiamą laikotarpį €STR buvo prekiaujama vidutiniškai 9,0 bazinio punkto mažesne nei indėlių galimybės palūkanų norma, palyginti su 2024 m. pirmais dviem atsargų laikymo laikotarpiais buvusių vidurkiu – 9,3 bazinio punkto.

**Vidutinė euro zonos atpirkimo sandorių palūkanų norma, vertinama pagal *RepoFunds Rate Euro* indeksą, ir toliau buvo artimesnė indėlių galimybės palūkanų normai.** Apžvelgiamu laikotarpiu atpirkimo sandorių palūkanų norma buvo vidutiniškai 4,2 bazinio punkto mažesnė už indėlių galimybės palūkanų normą ir, palyginti su 2024 m. pirmais dviem atsargų laikymo laikotarpiais, pakilo maždaug 4,9 bazinio punkto. Tai susiję su tebevykstančiu veiksnių, dariusių slopinamąjį poveikį mažinti atpirkimo sandorių palūkanų normas, tokių kaip didesnė grynoji emisija nuo metų pradžios, mobilizuoto įkaito, pateikto už TITRO, kurių terminas suėjo ir (arba) kurių lėšos buvo grąžintos TITRO, atlaisvinimas ir daugiau galimybių naudotis viešojo sektoriaus vertybiniais popieriais dėl to, kad sumažėjo TPP ir SPPP turimų vertybinių popierių likučių.

## Pinigų ir paskolų rinkų raida euro zonoje ir palyginimas su JAV

Parengė Ramón Adalid, Lucía Kazarian, Davide Malacrino ir Silvia Scopel

**Šiame interpe nagrinėjamas pastarojo meto pinigų politikos poveikio perdavimas pinigų ir kredito apimčiai bei palūkanų normoms euro zonoje ir lyginama su JAV, išryškinant per pandemiją buvusių pagrindinius skirtumus ir panašumus.** Pirma, indėlių palūkanų normos euro zonoje pasiekė aukštesnį lygį negu JAV, nepaisant to, kad pinigų politikos palūkanų norma buvo padidinta mažiau, o atskaitos taškas – žemiau. Antra, nuo pat pinigų politikos griežtinimo pradžios kredito augimas euro zonoje sumažėjo labiau, galbūt dėl didesnės paklausos ir gausesnių indėlių JAV. Trečia, atrodo, kad JAV pinigų kiekio augimas sumažėjo daug labiau nuo per pandemiją pasiekto aukščiausio lygio, kai JAV federalinio rezervo sistemos turto pirkimai, palyginti su BVP, buvo beveik dvigubai didesni negu Eurosistemos pirkimai.

**Klientų indėlių palūkanų normos euro zonoje pasiekė aukštesnį lygį, nepaisant to, kad pinigų politikos palūkanų norma buvo padidinta mažiau, o atskaitos taškas – žemiau.** Sugriežtinus pinigų politiką, indėlių palūkanų normos pakilo tiek euro zonoje, tiek JAV<sup>1</sup>. Abiejose ekonomikose terminuotieji indėliai reagavo greičiau ir stipriau nei vienadieniai indėliai – kaip ir šio amžiaus pirmąjį dešimtmetį, kai pinigų politikos palūkanų normos buvo gerokai pakilusios (žr. A pav. a ir b grafikus). Tačiau euro zonoje šis procesas pasireiškė daug stipriau nei JAV. Nepaisant to, kad pinigų politikos palūkanų normos buvo sumažėjusios (euro zonoje – 4 %, o JAV – 5,25–5,50 %), 2024 m. kovo mėn. trumpalaikių terminuotųjų indėlių atlygio svertinis vidurkis euro zonoje buvo didesnis kaip 3 %, o JAV – nesiekė 2 %. Vienadienių indėlių palūkanų tendencija buvo panaši – šiek tiek daugiau nei 0,5 % euro zonoje, o JAV – mažiau nei 0,1 % (žr. A pav. c grafiką).

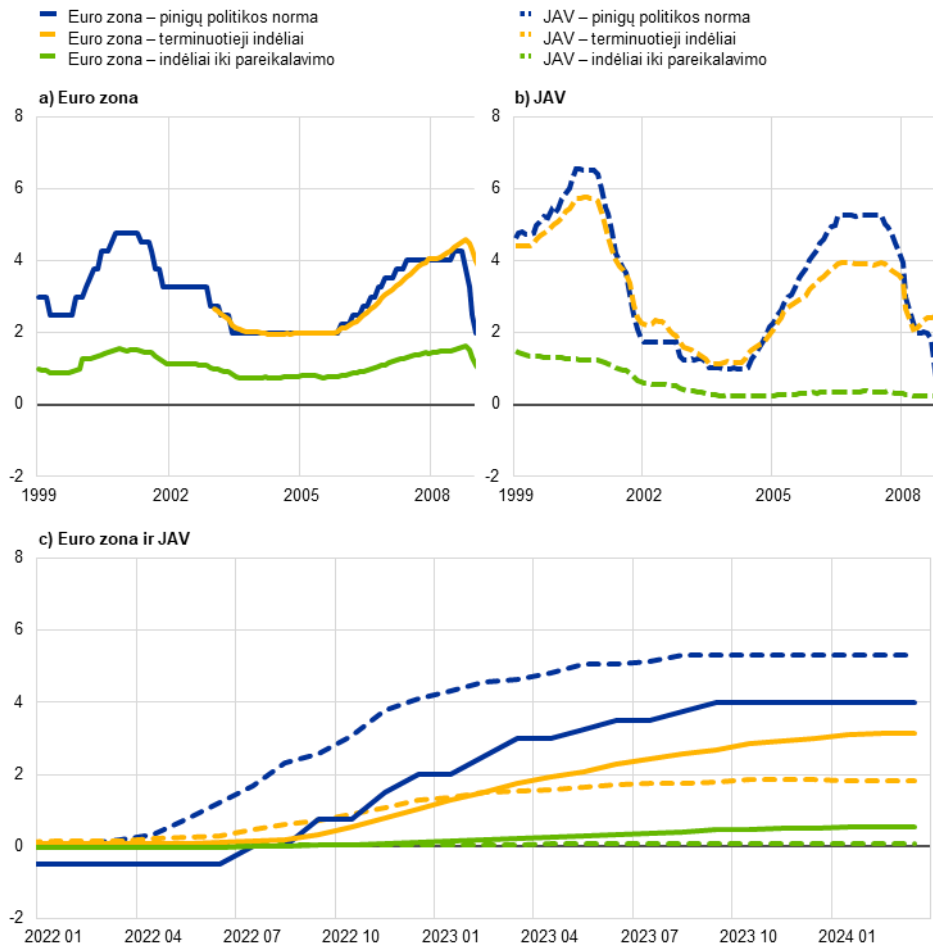
<sup>1</sup> Atsižvelgiant į turimus palyginamus duomenis, analizė grindžiama likučių palūkanų normomis. Bent jau euro zonoje laikomų indėlių palūkanų normų kaita yra iš esmės panaši į sukurtų naujų indėlių palūkanų normų kaitą.



## A pav.

### Klientų indėlių likučių palūkanų normos

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: ECB (PF) palūkanų normų statistika, finansų rinkos duomenys), *RateWatch*, JAV indėlių draudimo korporacija ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: indėliai iki pareikalavimo – vienadieniai indėliai euro zonoje, JAV – indėliai, pagal kuriuos išrašomi čekiai. Terminuotieji indėliai – iki 2 m. sutarto termino indėliai euro zonoje, JAV – 12 mėn. indėlių sertifikatai. Naujaisi duomenys – 2024 m. kovo mėn.

**Per pandemiją susikaupus daugiau indėlių, politikos griežtinimo ciklo metu JAV bankuose buvo daugiau atsisakyta indėlių, iš dalies dėl didesnės obligacijų grąžos ir konkurencijos su pinigų rinkos fondais, kurie JAV tradiciškai sudaro didesnę portfelių dalį nei euro zonoje.** Pandemijos laikotarpiu dėl mažų palūkanų normų, pinigų augimo ir priverstinio taupymo abiejose

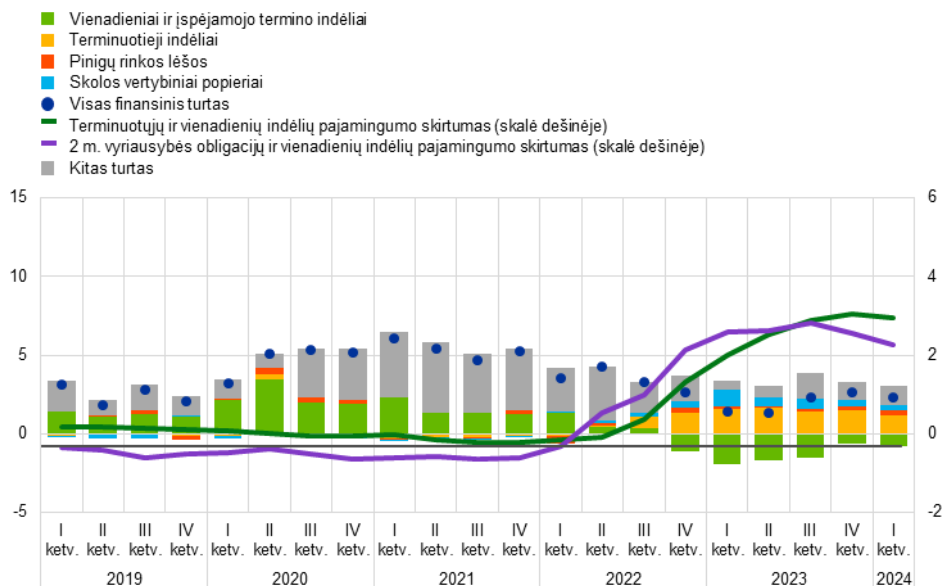
ekonomikose sparčiai daugėjo vienadienių indėlių. Griežtėjant pinigų politikai, didėjo kitų taupymo priemonių grąža, o lėšas buvo pradėta perorientuoti nuo likvidžiausių indėlių. Per politikos griežtinimo ciklą likvidžių indėlių nutekėjimas JAV sudarė 11 %, o euro zonoje – mažiau nei 8 % BVP, todėl P1 augimas abiejose ekonomikose buvo labai neigiamas. Iki griežtinimo ciklo sukauptų indėlių apimtis, kuri JAV buvo įspūdingesnė nei euro zonoje, galėjo sumažinti bankų paskatas didinti indėlių palūkanų normas, bent jau iš pradžių. Tikėtina, kad tai prisidėjo prie to, kad nuo 2022 m. antrojo ketvirčio vyriausybės obligacijų pajamingumo ir indėlių palūkanų normų skirtumas JAV buvo nuosekliai didesnis nei euro zonoje. Taip pat tai padeda paaiškinti didesnę indėlių nutekėjimą JAV (žr. B pav.). Atitinkamai JAV pinigų turėtojai

daugiau lėšų perkėlė į obligacijas (apie 10 % BVP) nei į terminuotuosius indėlius (apie 8 %), o euro zonoje daugiausia lėšų įplaukė į terminuotuosius indėlius (beveik 9 % BVP, o į obligacijas – tik šiek tiek daugiau nei 3 % BVP). Įplaukos į pinigų rinkos fondus taip pat buvo gerokai didesnės JAV (5 % BVP) nei euro zonoje (1 %), nors tai iš dalies priskirtina neramiam laikotarpiui, susiklosčiusiam žlugus Silicio slėnio bankui, kilus susirūpinimui dėl JAV regioninių bankų mokumo. Maždaug tuo laikotarpiu užfiksuota apie pusę JAV įplaukų į pinigų rinkos fondus. Pastaruoju metu, pasibaigus politikos griežtinimo ciklui, įplaukų į terminuotuosius indėlius, obligacijas ir pinigų rinkos fondus mastas abiejose ekonomikose sumažėjo.

## B pav. Portfelio perbalansavimas

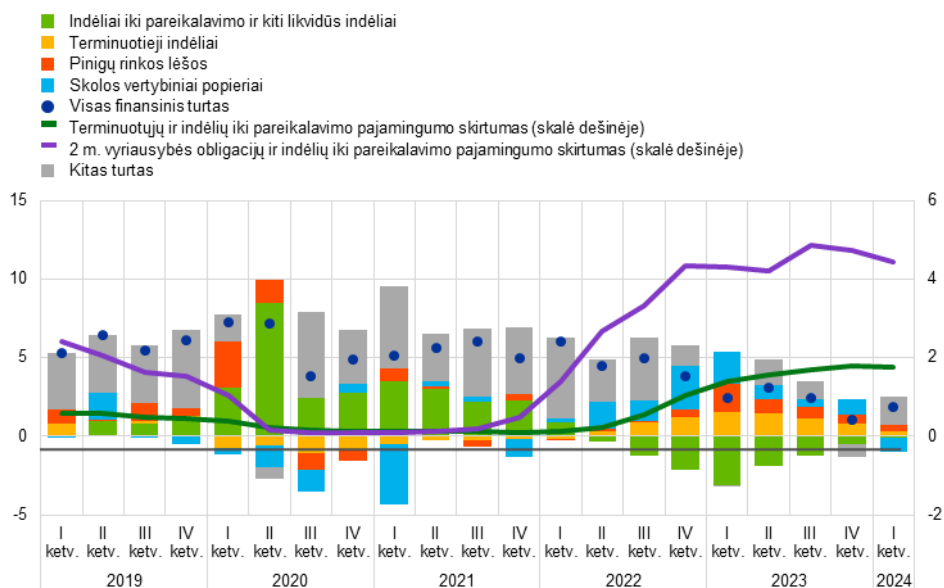
### a) Euro zona

(skalė kairėje: procentais, palyginti su metiniu BVP; skalė dešinėje: procentiniais punktais)



### b) JAV

(skalė kairėje: procentais, palyginti su metiniu BVP; skalė dešinėje: procentiniais punktais)



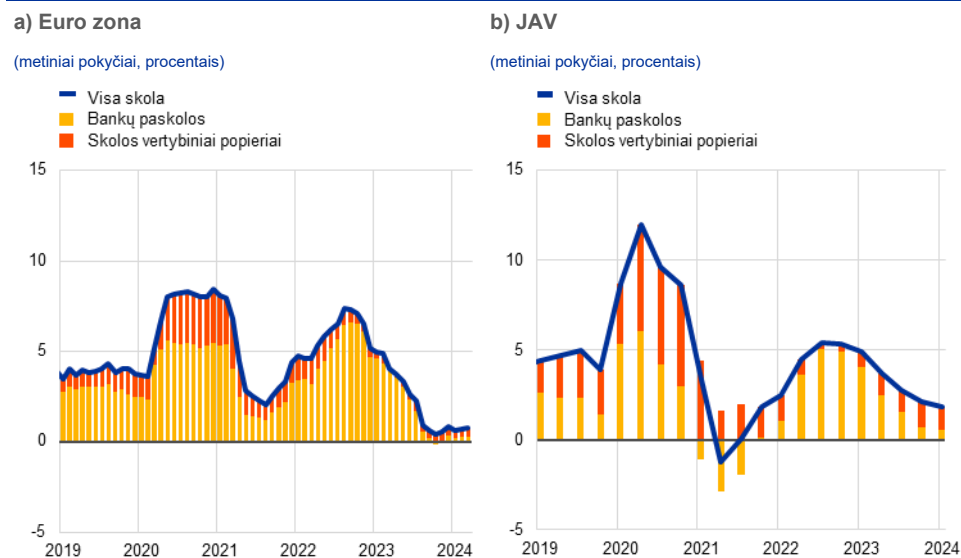
Šaltiniai: a) grafikas: ECB (PF) balanso straipsniai, sektorių ketvirtinės sąskaitos, PFJ palūkanų normų statistika, finansų rinkos duomenys), Eurostatas ir ECB skaičiavimai; b) grafikas: JAV lėšų srautų duomenys, JAV federalinio rezervų valdyba / *Haver Analytics*, *RateWatch*, JAV indėlių draudimo korporacija, IDCIM duomenų rinkinys, *Bloomberg* ir ECB skaičiavimai.  
Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. pirmojo ketvirčio.

**Padidėjus pinigų politikos palūkanų normoms, įmonių kreditavimas euro zonoje sumenko labiau negu JAV, o poveikis paskolų palūkanų normoms buvo panašus.** Po didelių kredito augimo svyravimų 2020–2021 m., netrukus po to, kai ECB ir JAV federalinio rezervų sistema ėmėsi palūkanų normų didinimo ciklo, įmonių išorės finansavimas skolintomis lėšomis pradėjo mažėti. Įmonių kreditavimo (bankų

paskolų ir bendrovių obligacijų) metinis augimo tempas euro zonoje sumažėjo labiau – nuo 2022 m. rugpjūčio mėn. pasiekto 7,4 % lygio per 12 mėn. nukrito iki 0,7 %. JAV įmonių kreditavimo augimas lėtėjo mažiau – nuo 5,4 % (2022 m. trečiąjį ketvirtį pasiekto aukščiausio lygio) iki 2,2 % (2023 m. ketvirtąjį ketvirtį) (žr. C pav.). Įtraukus ne bankų paskolas, skirtumų vis dar yra, bet jie šiek tiek mažesni. Tai, kad JAV įmonių kredito augimas lėtėjo ne tiek daug, gali būti susiję su didesne kreditų paklausa atsparesnėje ekonomikoje ir vis dar didesne indėlių gausa, nes JAV, reaguodama į pandemiją, tvirčiau taikė kiekybinį skatinimą. Be to, tai veikiausiai susiję ir su šiek tiek menkesniu pinigų politikos poveikio perdavimu įmonių paskolų palūkanų normoms. Iš tiesų, nors nuo 2022 m. vasario mėn. iki 2023 m. rugpjūčio mėn. JAV federalinio rezervo sistema padidino savo taikomą pagrindinę pinigų politikos palūkanų normą 525 baziniais punktais, t. y. 75 baziniais punktais daugiau nei ECB per savo vykdomą griežtinimo ciklą, naujų paskolų įmonėms palūkanų normos pakilo apie 3,8 procentinio punkto, t. y. tik 20 bazinių punktų daugiau nei euro zonoje (žr. D pav.). JAV paskolų palūkanų normų pokyčio ir pinigų politikos palūkanų normos pokyčio santykis sudarė 72 %, t. y. buvo šiek tiek mažesnis nei euro zonoje (79 %). Tiesa, likučių vidutinių palūkanų normų pokytis abiejose ekonomikose siekė beveik 50 % pinigų politikos palūkanų normų. Vis dėlto, atsižvelgiant į aukštesnį pradinį lygį, paskolų palūkanų normos JAV yra gerokai didesnės nei euro zonoje.

### C pav.

#### Visas įmonių kreditavimas, išskyrus ne bankų paskolas

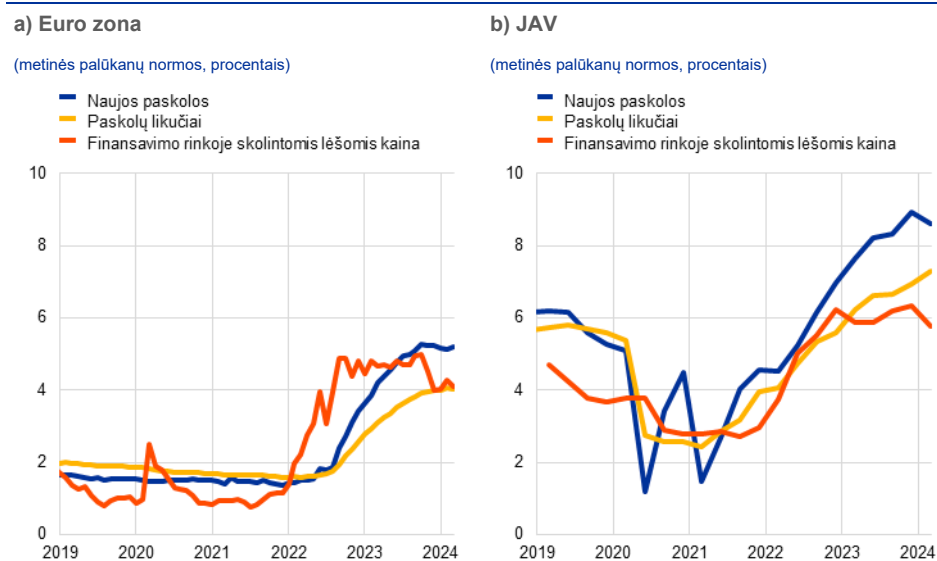


Šaltiniai: ECB ir JAV lėšų srautų duomenys.

Pastabos: euro zonoje bankų paskolos pakoreguotos dėl pardavimų, pakeitimo vertybiniais popieriais ir lėšų sujungimo. Dėl skirtingo šaltinių dažnio euro zonos duomenys – mėnesiniai, o JAV – ketvirtiniai. Naujausi duomenys – 2024 m. kovo mėn. (euro zona) ir 2024 m. pirmasis ketvirtis (JAV).

## D pav.

### Įmonių finansavimo skolinomis lėšomis kaina



Šaltiniai: ECB (PFĮ palūkanų normų statistika), JAV federalinio rezervo sistemos ekonominiai duomenys, *Merrill Lynch*, Kanzaso miesto Federalinio rezervo banko vykdyta smulkiojo verslo apklausa apie skolinimą ir ECB skaičiavimai.  
Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. kovo mėn. (euro zona) ir 2024 m. pirmasis ketvirtis (JAV).

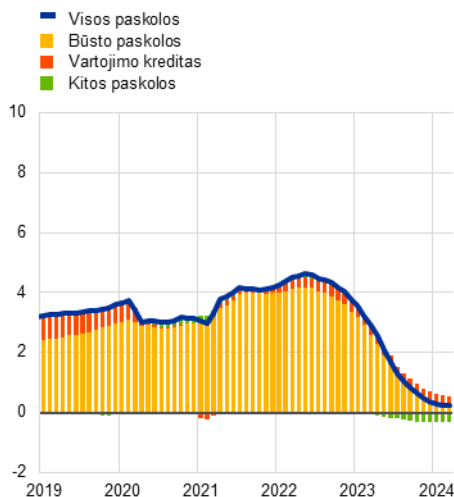
**Namų ūkių kredito raida euro zonoje buvo lėtesnė – būsto paskolų augimas lėtėjo, o esamų būsto paskolų palūkanų normos kilo sparčiau, nors naujų paskolų palūkanų normos buvo mažesnės negu JAV.** Euro zonoje paskolų namų ūkiams metinis augimo tempas nuo 2022 m. gegužės mėn. pasiekto aukščiausio lygio (4,6 %) pastaraisiais mėnesiais sumažėjo iki maždaug 0,2 %. JAV nuo 2022 m. pirmojo ketvirčio iki 2023 m. ketvirtojo ketvirčio užfiksuotas didesnis kritimas – 5,5 procentinio punkto, tačiau šis mažėjimas prasidėjo nuo daug aukštesnio lygio, nes per pandemiją buvo suteikta rekordiškai daug būsto paskolų. Taigi 2023 m. pabaigoje augimo tempas JAV tebesiekė 2,7 %, o būsto paskolų indėlis buvo panašus į buvusį iki pandemijos (žr. E pav.). Naujų būsto paskolų palūkanų norma JAV didėjo daugiau nei euro zonoje. JAV būsto paskolų palūkanų normos (tiek 5 m. periodiškai fiksuojamos, tiek fiksuotosios palūkanų normos) pakilo maždaug 4 procentiniais punktais, t. y. apie 75 % nuo padidintos pinigų politikos palūkanų normos, o sudėtinė paskolos kaina euro zonoje padidėjo 2,1 procentinio punkto, t. y. beveik 47 %. Tiesa, JAV poveikis likučių palūkanų normoms persidavė gerokai lėčiau. JAV labiau vyravo būsto paskolos su fiksuotosiomis palūkanų normomis, todėl čia šios palūkanų normos padidėjo tik 43, o euro zonoje – 74 baziniais punktais (žr. F pav.).

## E pav.

### Paskolos namų ūkiams

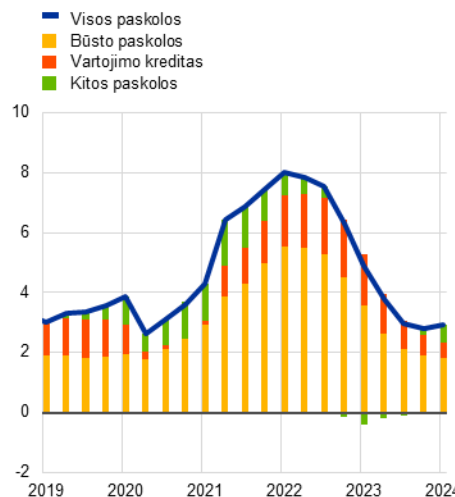
#### a) Euro zona

(metiniai pokyčiai, procentais)



#### b) JAV

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: ECB ir JAV lėšų srautų duomenys.

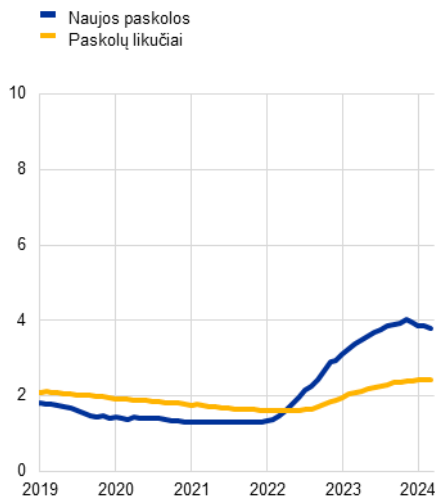
Pastabos: euro zonos paskolos namų ūkiams apima tik bankų paskolas, o JAV – visas paskolas. Naujausi duomenys – 2024 m. kovo mėn. (euro zona) ir 2024 m. pirmasis ketvirtis (JAV).

## F pav.

### Būsto paskolų palūkanų normos

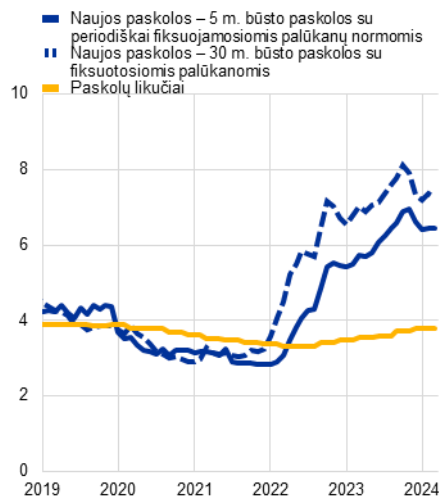
#### a) Euro zona

(metinės palūkanų normos, procentais)



#### b) JAV

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: ECB ir *Wall Street Journal*.

Pastabos: JAV 5 m. būsto paskolos su periodiškai fiksuojamomis palūkanų normomis – būsto paskolos, kurių palūkanų norma penkerius metus yra fiksuota, o vėliau nustatoma iš naujo. 30 m. būsto paskolos su fiksuotomis palūkanomis – būsto paskolos, kurios turi būti gražintos per 30 metų, o palūkanų norma visą laiką yra fiksuota. Naujausi duomenys – 2024 m. kovo mėn.

**Šie pokyčiai matyti iš pinigų kiekio augimo, o didelė indėlių apimtis JAV rodo daug didesnio masto su pandemija susijusius turto pirkimus, kuriuos vykdė JAV federalinio rezervo sistema.** Prieš pat prasidedant pandemijai, pinigų kiekio augimo raida abiejose ekonomikose buvo panaši. P3 euro zonoje, o JAV P2 yra pagrindiniai ir geriausiai palyginami agreguoti rodikliai. Nors esama tam tikrų taikymo

srities ir apibrėžties skirtumų, tai neturėtų daryti įtakos pagrindinėms vertinamoms tendencijoms. Abiejose Atlanto pusėse politikos atsakas į ekstremaliąją situaciją dėl pandemijos buvo kokybiškai panašus – centriniai bankai teikė didelę paramą, vykdydami turto pirkimus ir taikydami reguliavimo bei pinigų politikos švelninimo priemones, siekdami paskatinti kreditų srautų tekėjimą į realiąją ekonomiką. Dėl to sparčiau didėjo pinigų kiekis. Tačiau šių pirkimų (ir fiskalinės plėtros) mastas JAV buvo daug didesnis (praėjus vieniems metams po pandemijos pradžios, JAV jie sudarė apie 15 % 2019 m. BVP, o euro zonoje nesiekė 9 %). Šis faktas lėmė tai, kad pinigų kiekis JAV didėjo daug sparčiau ir pasiekė net 26,8 %, o euro zonoje – 12,6 %.

**Per pinigų politikos palūkanų normų didinimo ciklą pinigų kūrimo lėtėjimą euro zonoje lėmė bankų paskolos, o JAV pirminiai lemiami veiksniai buvo kiti šaltiniai, bankų paskolų poveikis pasireiškė tik vėliau.** 2022 m. rugpjūčio mėn., t. y. iškart po pirmojo pinigų politikos palūkanų normų padidinimo, euro zonos P3 augimas siekė apie 6 %, o bankų paskolų įmonėms ir namų ūkiams poveikis sudarė daugiau kaip 4,5 procentinio punkto (žr. G pav.). Dėl Eurosistemos turto pirkimų šis skaičius padidėjo daugiau kaip 3 procentiniais punktais, tačiau juos atsvertė išorės pinigų nutekėjimas ir bankų vykdomi vyriausybės obligacijų pardavimai. Abiem šiais aspektams įtakos turėjo Eurosistemos vykdomi pirkimai. Iki 2023 m. rugsėjo mėn. bankų paskolų poveikis tapo beveik nulinis, o metinis P3 nukrito iki maždaug –1 %. Nors JAV P2 augimas per palūkanų normų didinimo ciklą taip pat tapo neigiamas, dominavo kiti veiksniai, o ne paskolos, t. y. bankų vykdomi vertybinių popierių pirkimai, išorės pinigų srautai, bankų vykdomas didmeninis finansavimas ir kiekybinis griežtinimas. JAV bankų paskolų poveikis metinio P2 augimui ėmė mažėti tik nuo 2023 m. kovo mėn.

**JAV stebėtas nedidelis P2 augimo pokytis susijęs su sumažėjusiu bankų didmeniniu finansavimu ir šiek tiek – su bankų vykdytais obligacijų pirkimais bei srautais iš užsienio, o euro zonos P3 augimo pokytį lėmęs pagrindinis veiksnys – įplaukos iš užsienio.** JAV P2 augimas 2023 m. balandžio mėn. pasiekė žemiausią nuosmukio tašką (–4,5 %). Jį mažino JAV federalinio rezervo sistemos vykdytas kiekybinis griežtinimas ir visi kiti pinigų kūrimo šaltiniai, išskyrus bankų paskolas. Nuo to laiko JAV federalinio rezervo sistemos vertybinių popierių portfelio mažinimas sustiprino kiekybinio griežtinimo mažinamąjį poveikį, tačiau kiti veiksniai, išskyrus bankų paskolas, P2 augimą vėl priartino prie nulio. Nors JAV, kaip ir euro zonoje, grynuosius užsienio srautus palaikė portfelinės investicijos, vis dar esantis JAV einamosios sąskaitos deficitas slopino bendras pinigų įplaukas iš užsienio.

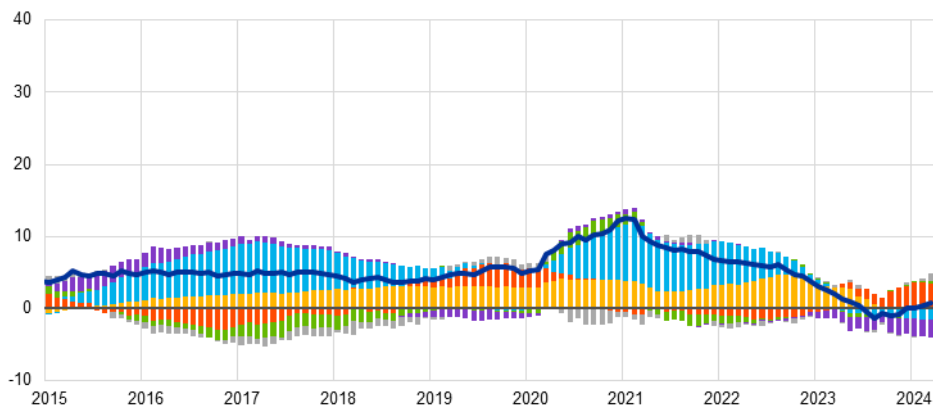
## G pav.

### Pinigų kūrimo šaltiniai

#### a) Euro zona

(metiniai pokyčiai, procentais)

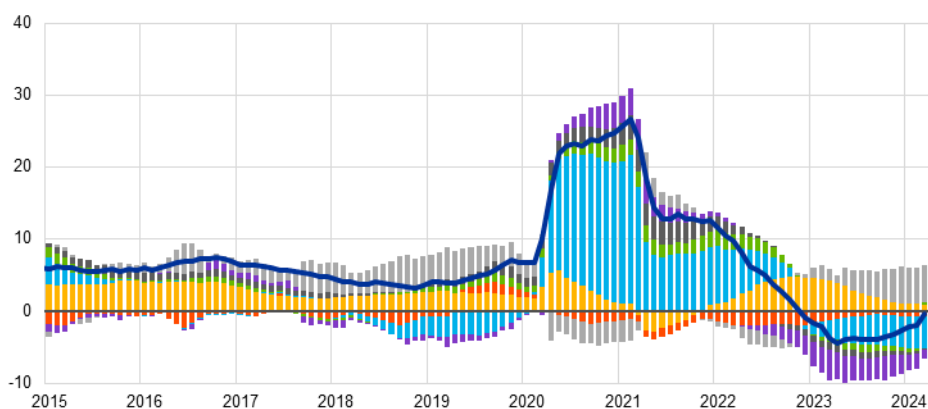
- P3
- Paskolos įmonėms ir namų ūkiams
- Grynieji užsienio pinigų srautai
- Eurosistemos grynieji pirkimai
- Bankų kreditas valdžios sektoriui
- Bankų ilgalaikiai įsipareigojimai (-)
- Kiti veiksniai



#### b) JAV

(metiniai pokyčiai, procentais)

- P2
- Paskolos ir nuoma su banko kreditu – kitos paskolos
- Grynieji užsienio pinigų srautai
- JAV federalinio rezervo sistemos grynieji vertybinių popierių pirkimai
- Bankų vykdyti grynieji lždo vertybinių popierių pirkimai
- Bankų vykdyti grynieji būsto paskolomis užtikrintų vertybinių popierių pirkimai
- Bankų obligacijos ir federalinės būsto paskolos – bankų finansavimas (-)
- Kiti veiksniai



Šaltiniai: a) grafikas: ECB (PF) balanso straipsniai) ir ECB skaičiavimai; b) grafikas: Federalinio rezervo valdyba / Haver Analytics, JAV ekonominės analizės biuras ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: b) grafike „grynieji užsienio pinigų srautai“ (mainai tarp ne PF] sektoriaus ir likusio pasaulio) nustatyti iš JAV mokėjimų balanso atėmus indėlius priimančių įstaigų ir centrinio banko (jei yra tokie duomenys) indėlius. Naujausi duomenys – 2024 m. kovo mėn.



# Statistika

[Statistikos priedas](#) (anglų k.)

© **Europos Centrinis Bankas, 2024**

Pašto adresas 60640 Frankfurtas prie Maino, Vokietija  
Telefonas +49 69 1344 0  
Interneto svetainė [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Visos teisės saugomos. Leidžiama perspausdinti švietimo ir nekomerciniais tikslais, jei nurodomas šaltinis.

Atsakomybė už šio biuletenio parengimą tenka ECB vykdomajai valdybai. Vertimus atlieka ir skelbia nacionaliniai centriniai bankai.

Dėl terminų ir santrumpų žr. [ECB glosarijų](#) (anglų k.).

Šiame leidinyje paskutiniai statistikos duomenys – 2024 m. rugsėjo 11 d.

PDF ISSN 2363-3514

ES katalogo numeris QB-BP-24-006-LT-N