



EUROPOS CENTRINIS BANKAS

EUROSISTEMA

Ekonomikos biuletenis

2024 / 8



Turinys

Ekonominiai, finansiniai ir pinigų pokyčiai	3
Apžvalga	3
1 Išorės aplinka	9
2 Ekonominis aktyvumas	14
3 Kainos ir sąnaudos	21
4 Finansų rinkų raida	28
5 Finansavimo sąlygos ir kredito raida	34
6 Fiskalinė raida	41
Intarpai	45
1 Kas lemia JAV akcijų kainų atsparumą – rinkos struktūra, pelno lūkesčiai ar nuosavo kapitalo rizikos priedai?	45
2 Apyvartinių taršos leidimų prekybos sistemos poveikis Europos investicijoms trumpuoju laikotarpiu	51
3 Kokius ekonominius signalus siunčia neapibrėžtumo matai?	56
4 Kuo paaiškinama didelė namų ūkių taupymo norma euro zonoje?	60
5 Pinigų politikos poveikio perdavimas prekių ir paslaugų infliacijai – išsami perspektyva	65
6 Likvidumo sąlygos ir pinigų politikos operacijos nuo 2024 m. liepos 24 d. iki spalio 22 d.	70
7 TITRO III laipsniškas nutraukimas ir bankų skolinimo sąlygos	77
Straipsniai*	
1 <i>Energy shocks, corporate investment and potential implications for future EU competitiveness</i> Energetiniai sukrėtimai, įmonių investicijos ir galimas poveikis ES konkurencingumui ateityje	
2 <i>Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024</i> Euro zonos darbo rinkos 2022–2024 m. atsparumo vertinimas	
3 <i>Four years into the Next Generation EU programme: an updated preliminary evaluation of its economic impact</i>	

Priemonės „Next Generation EU“ ketveri įgyvendinimo metai:
atnaujintas išankstinis jos ekonominio poveikio vertinimas

Statistika

S1

*Žr. [ECB interneto svetainėje](#)

Ekonominiai, finansiniai ir pinigų pokyčiai

Apžvalga

2024 m. gruodžio 12 d. posėdyje Valdančioji taryba nusprendė visas tris ECB pagrindines palūkanų normas sumažinti 25 baziniais punktais. Sprendimą sumažinti palūkanų normą už naudojimąsi indėlių galimybe – normą, kuria Valdančioji taryba nustato savo pinigų politikos kryptį, – Valdančioji taryba priėmė atsižvelgusi į atnaujintą infliacijos perspektyvos, bazinės infliacijos raidos ir pinigų politikos poveikio perdavimo stiprumo vertinimą.

Dezinflacija juda norima kryptimi. 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai numatoma, kad bendroji infliacija 2024 m. turėtų būti vidutiniškai 2,4 %, 2025 m. – 2,1 %, 2026 m. – 1,9 %, o 2027 m., kai įsigalios išplėsta ES prekybos apyvartiniams taršos leidimais sistema, ji turėtų būti 2,1 %. Infliacija, neįskaitant energijos ir maisto produktų, 2024 m. turėtų būti vidutiniškai 2,9 %, 2025 m. – 2,3 %, o 2026 ir 2027 m. – 1,9 %.

Sprendžiant iš daugumos bazinės infliacijos rodiklių, infliacija tvariai nusistovės ties Valdančiosios tarybos vidutinio laikotarpio tiksliniu 2 % lygiu. Vidaus infliacija šiek tiek sumažėjo, bet tebėra didelė, daugiausia dėl to, kad tam tikruose sektoriuose darbo užmokestis ir kainos smarkiai vėluodami vis dar koreguojasi po ankstesnio infliacijos šuolio.

Finansavimo sąlygos švelnėja, nes, pastaruoju metu Valdančiajai tarybai mažinant palūkanų normas, nuosekliai pigo naujos paskolos įmonėms ir namų ūkiams. Tačiau sąlygos tebėra griežtos, nes tebevykdoma ribojamoji pinigų politika, o esamų paskolų likučiams ir toliau taikomos anksčiau padidintos palūkanų normos.

2024 m. gruodžio mėn. prognozėse ekspertai numato lėtesnį ekonomikos atsigavimą, nei buvo numatyta 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai. Nors šių metų trečiąjį ketvirtį ekonomika augo sparčiau, iš apklausų rodiklių matyti, kad ketvirtąjį ketvirtį augimas sulėtėjo. Ekspertai numato, kad 2024 m. ekonomika turėtų augti 0,7 %, 2025 m. – 1,1 %, 2026 m. – 1,4 %, o 2027 m. – 1,3 %. Numatomą atsigavimą labiausiai skatins didėjančios realiosios pajamos – dėl to namų ūkiai turėtų galėti daugiau vartoti – ir augančios įmonių investicijos. Pamažu silpnėjant ribojamosios pinigų politikos poveikiui, ilgainiui turėtų padidėti vidaus paklausa.

Valdančioji taryba yra pasiryžusi užtikrinti tvarų infliacijos stabilizavimąsi ties jos nustatytu vidutinio laikotarpio tiksliniu 2 % lygiu. Sprendimus dėl tinkamo pinigų politikos pobūdžio ji priims per kiekvieną posėdį atskirai, vadovaudamasi gaunamais duomenimis. Valdančiosios tarybos sprendimai dėl palūkanų normų pirmiausia 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.

Ekonominė veikla

2024 m. trečiąjį ketvirtį ekonomika augo 0,4 %, t. y. sparčiau, nei tikėtasi. Augimą daugiausia skatino padidėjęs vartojimas, iš dalies susijęs su vienkartiniais veiksniais, vasarą skatinusiais turizmą, ir su tuo, kad įmonės kaupė atsargas. Tačiau iš naujausių duomenų matyti, kad augimas slopsta. Apklausų rezultatai rodo, kad vis dar traukiasi apdirbamoji gamyba ir lėtėja augimas paslaugų sektoriuje. Dėl nedidelės paklausos ir labai neapibrėžtos perspektyvos įmonės neskuba skirti lėšų investicijoms. Eksperto raida taip pat yra vangi, nes kai kurios Europos pramonės šakos susiduria su iššūkiu ir toliau būti konkurencingoms.

Darbo rinka tebėra atspari. 2024 m. trečiąjį ketvirtį užimtumas padidėjo 0,2 % ir vėl sparčiau, nei tikėtasi. Nedarbo lygis vis dar buvo istoriškai žemas ir spalio mėn. sudarė 6,3 %. Kita vertus, mažėja darbo jėgos paklausa. Trečiąjį ketvirtį laisvų darbo vietų lygis sumažėjo iki 2,5 % ir buvo 0,8 procentinio punkto žemiau aukščiausio lygio. Apklausų rezultatai taip pat rodo, kad ketvirtąjį ketvirtį sukuriama mažiau darbo vietų.

Numatoma, kad artimiausiais metais euro zonos ekonomika toliau pamažu atsigaus, nepaisant didelio geopolitinio ir politikos neapibrėžtumo. Visų pirma tikimasi, kad didėjantis realusis darbo užmokestis ir užimtumas, esant atsparioms darbo rinkoms, palaikys atsigavimą, o vartojimas bus vienas iš pagrindinių jį skatinančių veiksnių. Vidaus paklausą taip pat turėtų skatinti švelnesnės finansavimo sąlygos, atitinkančios rinkos lūkesčius dėl būsimos palūkanų normų raidos. Nors su fiskaline politika susijęs didelis neapibrėžtumas, manoma, kad apskritai ji bus konsoliduojama. Vis dėlto priemonės „Next Generation EU“ lėšos turėtų palaikyti augimą iki jos pabaigos 2027 m. Atsižvelgiant į darytą prielaidą, kad pagrindinių Europos prekybos partnerių prekybos politika nesikeis, numatoma, kad užsienio paklausa didės ir skatins euro zonos eksportą. Todėl, nepaisant esamų konkurencingumo iššūkių, grynosios prekybos poveikis BVP augimui turėtų būti iš esmės neutralus. Nedarbo lygis turėtų toliau mažėti ir pasiekti istoriškai žemą lygį. Kadangi kai kurie cikliniai veiksniai, dėl kurių pastaruoju metu mažėjo našumas, pradeda silpnėti, prognozuojamu laikotarpiu našumas turėtų didėti, nors vis dar yra struktūrinių iššūkių. Apskritai, remiantis 2024 m. gruodžio mėn. prognozėmis, numatoma, kad 2024 m. vidutinis metinis realiojo BVP augimas bus 0,7 %, 2025 m. – 1,1 %, 2026 m. – 1,4 %, o 2027 m. sulėtės iki 1,3 %. Palyginti su 2024 m. rugsėjo mėn. prognozėmis, BVP augimo prognozė buvo sumažinta daugiausia dėl to, kad buvo patikslinti 2024 m. pirmojo pusmečio investicijų duomenys, numatoma, kad 2025 m. eksportas augs lėčiau, taip pat buvo šiek tiek sumažinta 2026 m. prognozuojama vidaus paklausos plėtra.

Fiskalinės ir struktūrinės politikos priemonėmis turėtų būti siekiama padidinti ekonomikos našumą, konkurencingumą ir atsparumą. Labai svarbu neatidėlioti ir, taikant konkrečias bei plataus užmojo struktūrinės politikos priemones, įgyvendinti

Mario Draghi pateiktus pasiūlymus dėl Europos konkurencingumo didinimo ir Enrico Letta pasiūlymus dėl bendrosios rinkos įgalinimo. Valdančioji taryba palankiai vertina vyriausybių vidutinės trukmės fiskalinės ir struktūrinės politikos planų vertinimą, kurį Europos Komisija atliko pagal ES peržiūrėtą ekonomikos valdymo sistemą. Dabar vyriausybės turėtų stengtis visapusiškai ir neatidėliodamos įgyvendinti savo įsipareigojimus pagal šią sistemą. Tai padės tvariai sumažinti biudžeto deficitą bei skolos rodiklius ir pirmenybę teikti augimą skatinančioms reformoms ir investicijoms.

Infliacija

Pagal Eurostato išankstinį įvertį, lapkričio mėn. metinė infliacija padidėjo iki 2,3 % (spalio mėn. buvo 2,0 %). Padidėjimas nebuvo netikėtas ir buvo daugiausia sietinas su infliaciją didinančiais baziniais efektais, susijusiais su energija. Maisto produktų kainų lygio kilimas sumažėjo iki 2,8 %, o paslaugų – smuktelėjo iki 3,9 %. Prekių kainų lygis pakilo iki 0,7 %.

Vidaus kainų lygio kilimas, kurio raida yra labai panaši į paslaugų kainų lygio kilimą, spalio mėn. vėl šiek tiek sumažėjo, tačiau tebėra nemažas – 4,2 %. Tai susiję su dideliu spaudimu dėl spartaus darbo užmokesčio augimo ir su kai kurių paslaugų kainų vėluojančia reakcija į ankstesnę infliacijos šuolį. Tačiau pažymėtina, kad bendrai bazinės infliacijos raida atitinka tvaraus infliacijos grįžimo į norimą lygį trajektoriją.

Dauguma ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių rodiklių yra artimi 2 %, o rinkos duomenimis pagrįsti infliacijos kompensavimo vidutiniu ir ilgesniuoju laikotarpiais rodikliai nuo 2024 m. spalio 17 d. vykusio Valdančiosios tarybos posėdžio gerokai sumažėjo.

2024 m. antrąjį ketvirtį augęs 4,7 %, trečiąjį ketvirtį atlygis vienam samdomajam darbuotojui padidėjo mažiau – 4,4 %. Esant stabiliam produktyvumui, tai pristabdė vienetinių darbo sąnaudų augimą.

Mažėjantis darbo sąnaudų spaudimas ir tebesitęsiantis ankstesnio Valdančiosios tarybos pinigų politikos griežtinimo poveikis vartotojų kainoms turėtų padėti inflacijai tvariai nusistovėti ties maždaug vidutinio laikotarpio tiksliniu 2 % lygiu, nes, apskaičiuojant metinį infliacijos lygį, palengva menksta ankstesnių staigių energijos kainų kritimų poveikis.

2024 m. gruodžio mėn. prognozėse numatoma, kad 2024 m. pabaigoje bendroji infliacija pagal SVKI padidės, tačiau po to vėl mažės ir nuo 2025 m. antrojo ketvirčio svyruos ties ECB siekiamu 2 % tiksliniu infliacijos lygiu. Numatoma, kad energijos dedamosios palyginamosios bazės efektai bus pagrindinė laikino infliacijos padidėjimo prognozių laikotarpio pradžioje priežastis. Remiantis prielaidomis dėl mažėjančių naftos ir dujų kainų, tikėtina, kad iki 2025 m. antrojo pusmečio energijos kainų kilimas bus neigiamas, o vėliau bus nedidelis, išskyrus padidėjimą 2027 m. dėl pradėdamų taikyti naujų klimato kaitos švelninimo priemonių. Prognozuojama, kad iki 2025 m. vidurio maisto produktų kainų kilimas spartės, daugiausia dėl neperdirbtų maisto produktų kainų dinamikos, o po to pradės slopti iki vidutiniškai 2,2 %

(2027 m.). Numatoma, kad infliacija pagal SVKI, neįskaitant energijos ir maisto produktų (SVKIX), 2025 m. pradžioje mažės, nes ankstesnių energijos kainų sukrėtimų netiesioginis poveikis silpnėja, darbo sąnaudų spaudimas mažėja, o užsitęsęs ankstesnio pinigų politikos griežtinimo poveikis toliau persiduos vartotojų kainoms. Numatoma, kad šį mažėjimą lems paslaugų kainų kilimo, kuris iki šiol gana sparčiai augo, mažėjimas. Numatoma, kad infliacija pagal SVKIX sumažės nuo 2,9 % (2024 m.) iki 1,9 % (2027 m.). Iš pradžių darbo užmokestis kils sparčiai, bet iš lėto mažės, nes mažės infliacijos kompensavimo spaudimas. Numatoma, kad dėl nuosaikesnio atlygio vienam samdomajam darbuotojui augimo ir atsigauančio našumo didėjimo vienetinės darbo sąnaudos augs gerokai lėčiau. Todėl numatoma, kad vidaus kainų spaudimas sumažės, o pelno maržos, kurios iš pradžių absorbuos dalį vis dar didelio darbo sąnaudų spaudimo poveikio, prognozių laikotarpiu atsigaus. Išorės kainų spaudimas apskritai turėtų ir toliau būti nedidelis. Palyginti su 2024 m. rugsėjo mėn. prognozėmis, 2024 ir 2025 m. bendrosios infliacijos pagal SVKI prognozė buvo šiek tiek sumažinta, daugiausia dėl blogesnių, nei tikėtasi, duomenų ir prielaidų dėl mažesnių naftos ir elektros energijos kainų.

Rizikos vertinimas

Ekonomikos augimo perspektyva vis dar siejama su lėtesnio augimo rizika. Rizika, kad padidės trikdžiai pasaulinės prekybos srityje, galėtų lėtinti euro zonos ekonomikos augimą, slopindama eksportą ir silpnindama pasaulio ekonomiką. Sumažėjus pasitikėjimui, vartojimas ir investicijos gali atsigauti lėčiau, nei tikėtasi. Neigiamą poveikį dar labiau galėtų sustiprinti geopolitinė rizika, kaip antai nepateisinamas Rusijos karas prieš Ukrainą ir tragiškas konfliktas Artimuosiuose Rytuose, o tai savo ruožtu galėtų sutrikdyti energijos tiekimą ir pasaulinę prekybą. Ekonomika gali augti mažiau ir tuo atveju, jei uždelstas pinigų politikos griežtinimo poveikis būtų juntamas ilgiau, nei tikėtasi. Ekonomika gali augti sparčiau, jei švelnesnės finansavimo sąlygos ir mažėjanti infliacija padėtų greičiau atsigauti vartojimui ir investicijoms.

Jei darbo užmokestis ar pelnas kiltų daugiau, nei tikėtasi, infliacija gali būti didesnė. 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 produktų kainos gali pakilti labiau, negu tikėtasi, dėl ekstremalių meteorologinių reiškinių ir intensyvėjančios platesnio masto klimato krizės. Ir atvirkščiai, infliacija gali būti mažesnė, nei prognozuojama, jei mažas pasitikėjimas ir susirūpinimas dėl geopolitinių įvykių stabdytų vartojimo ir investicijų atsigavimą tokiu tempu, kaip tikėtasi, jei pinigų politika paklausa slopintų labiau, nei tikėtasi, arba jei netikėtai pablogėtų ekonominės sąlygos kitose pasaulio dalyse. Dėl didesnių trikdžių pasaulinės prekybos srityje padidėtų infliacijos euro zonoje perspektyvos neapibrėžtumas.

Finansų ir pinigų aplinkos raida

Nuo Valdančiosios tarybos posėdžio spalio mėn. rinkos palūkanų normos dar sumažėjo, o tai buvo susiję su numanomu ekonomikos perspektyvų prastėjimu. Nors finansavimo sąlygos tebėra griežtos, Valdančiajai tarybai sumažinus palūkanų normas po truputį pinga skolinimas įmonėms ir namų ūkiams.

Spalio mėn. vidutinė naujų paskolų įmonėms palūkanų norma buvo 4,7 % – daugiau nei puse procentinio punkto mažesnė už prieš metus buvusį aukščiausią lygį. Finansavimosi rinkoje skolintomis lėšomis kaina smuko daugiau nei vienu procentiniu punktu, palyginti su jos buvusiu aukščiausiu lygiu. Spalio mėn. vidutinė naujų būsto paskolų palūkanų norma buvo 3,6 %, t. y. apie puse procentinio punkto mažesnė už 2023 m. buvusį aukščiausią lygį. Tačiau vidutinė būsto paskolų likučių palūkanų norma dar turėtų didėti.

Buvęs nedidelis, bankų skolinimas įmonėms nuosekliai didėjo, o spalio mėn., palyginti su tuo pačiu laikotarpiu ankstesniais metais, jis šoktelėjo 1,2 %. Bendrovių išleistų skolos vertybinių popierių likučių suma, palyginti su tuo pačiu laikotarpiu prieš metus, padidėjo 3,1 % – panašiu tempu kaip ir per pastaruosius mėnesius. Spalio mėn. ir toliau augo būsto paskolų suteikimas – jo metinis augimo tempas buvo 0,8 %.

Vadovaudamasi pinigų politikos strategija, Valdančioji taryba nuodugniai įvertino ryšį tarp pinigų politikos ir finansinio stabilumo. Euro zonos bankai toliau yra atsparūs ir nėra daug požymių, rodančių įtampą finansų rinkose. Vis dėlto rizika finansiniam stabilumui tebėra padidėjusi. Saugantis nuo didėjančio finansinio pažeidžiamumo, makroprudencinė politika ir toliau yra pirmoji gynybos linija, padedanti stiprinti atsparumą ir išsaugoti makroprudencinę erdvę.

Sprendimai dėl pinigų politikos

Palūkanų norma už naudojimąsi indėlių galimybe, pagrindinių refinansavimo operacijų palūkanų norma ir palūkanų norma už naudojimąsi ribinio skolinimosi galimybe buvo sumažintos iki atitinkamai 3,00, 3,15 ir 3,40 % nuo 2024 m. gruodžio 18 d.

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

2024 m. antrąjį pusmetį Eurosystema nereinvestavo visų pagrindinių sumų, gautų iš pagal specialiąją pandeminę pirkimo programą (SPPP) įsigytų vertybinių popierių išpirkimo, suėjus jų terminui, kad SPPP portfelis būtų mažinamas vidutiniškai po 7,5 mlrd. eurų per mėnesį. Valdančioji taryba nutraukė reinvesticijas pagal SPPP 2024 m. pabaigoje.

Bankai 2024 m. gruodžio mėn. baigė gražinti visas per tikslines ilgesnės trukmės refinansavimo operacijas pasiskolintas lėšas ir taip ši balanso normalizavimo proceso dalis buvo užbaigta.

Išvada

2024 m. gruodžio 12 d. posėdyje Valdančioji taryba nusprendė visas tris ECB pagrindines palūkanų normas sumažinti 25 baziniais punktais. Sprendimą sumažinti palūkanų normą už naudojimąsi indėlių galimybe – normą, kuria Valdančioji taryba nustato savo pinigų politikos kryptį, – Valdančioji taryba priėmė atsižvelgdama į atnaujintą infliacijos perspektyvos, bazinės infliacijos raidos ir pinigų politikos poveikio perdavimo stiprumo vertinimą. Valdančioji taryba yra pasiryžusi užtikrinti tvarų infliacijos stabilizavimąsi ties jos nustatytu vidutinio laikotarpio tiksliniu 2 % lygiu. Sprendimus dėl tinkamo pinigų politikos pobūdžio ji priims per kiekvieną posėdį atskirai, vadovaudamasi gaunamais duomenimis. Valdančiosios tarybos sprendimai dėl palūkanų normų pirmiausia 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.

Valdančioji taryba bet kuriuo atveju yra pasirengusi koreguoti visas pagal jai suteiktus įgaliojimus turimas priemones, kad infliacija tvariai stabilizuotųsi ties jos nustatytu vidutinio laikotarpio tiksliniu 2 % lygiu ir būtų užtikrintas sklandus pinigų politikos poveikio perdavimas.

Visą apžvelgiamą laikotarpį (2024 m. spalio 17 d.–gruodžio 11 d.) pasaulio ekonomika augo sparčiai, nepaisant stiprėjančių nepalankių veiksnių. Iš apklausų duomenų matyti, kad iš esmės pagerėjo padėtis įvairiuose sektoriuose, o paslaugų sektoriaus rezultatai tebėra geri. Toliau aktyviai vykdyta pasaulinė prekyba, o tam įtakos tam tikra prasme turėjo būsimą JAV prekybos politiką gaubiančio neapibrėžtumo paskatintas prekių importo paankstinimas. Infliacija toliau mažėjo, tačiau paslaugų kainas didinantis spaudimas dar neišsiskaidė. 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai, palyginti su 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, pasaulio ekonomikos augimo ir infliacijos prognozės iš esmės nepakeistos. Tačiau JAV prezidento rinkimų rezultatai labai padidino neapibrėžtumą dėl pasaulinės prekybos politikos. Pasaulinės prekybos rodikliai reikšmingai padidinti atsižvelgiant į geresnius antrojo ir trečiojo ketvirčių rezultatus. Prognozuojama, kad 2024 m. atsigavusios pasaulinės prekybos augimo tempas bus panašesnis į ekonominio aktyvumo augimą, tačiau dėl didesnio prekybos protekcionizmo ir fragmentiškumo tvyro didesnė lėtesnio augimo rizika. Tikimasi, kad prognozių laikotarpiu infliacija pagrindinėse išsivysčiusios ekonomikos ir besiformuojančios rinkos ekonomikos šalyse po truputį mažės.

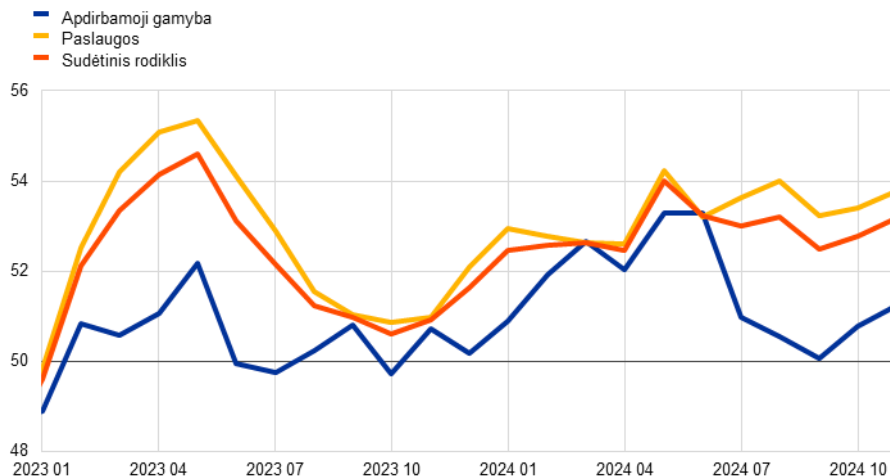
Pasaulio ekonomikos aktyvumas tebebuvo intensyvus, nors, stiprėjant nepalankiems veiksniams, išryškėjo ekonomikos perspektyvos nestabilumas.

Pasaulio, neįskaitant euro zonos, sudėtinis produkcijos pirkimo vadybininkų indeksas (PVI) 2024 m. lapkričio mėn. ir toliau didėjo: nuo spalio iki lapkričio mėn. padidėjo nuo 52,8 iki 53,2 (žr. 1 pav.). Paslaugų sektorius aktyvumas toliau intensyvėjo, apdirbamosios gamybos sektoriaus aktyvumas irgi pagerėjo ir lapkričio mėn., užtelėjęs iki 51,2, viršijo neaugimo ribą. Sudėtinio produkcijos PVI rodiklio didėjimą ypač skatino JAV ir Kinija. Kalbant apie Kiniją, tai lėmė sparti apdirbamosios gamybos sektoriaus plėtra, o apie JAV – reikšmingai pagerėję paslaugų sektoriaus veiklos rodikliai. Iš naujausių duomenų matyti, kad pasaulio ekonomika 2024 m. ketvirtąjį ketvirtį toliau stabiliai augo. Augimą palaikė geresni JAV ir Kinijos ekonominiai rodikliai, taip pat neseniai Kinijoje ir šiek tiek mažiau Jungtinėje Karalystėje paskelbta fiskalinė parama. Geopolitinė įtampa, vis dar neišnykęs Kinijos nekilnojamojo turto sektoriaus nuosmukis ir su naujosios JAV administracijos politika susijęs neapibrėžtumas rodo, kad pasaulio ekonomikos augimo perspektyva tebėra nestabili.

1 pav.

Pasaulio šalių apdirbamosios gamybos produkcija, remiantis PVI

(pasiskirstymo indeksai)



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

Pastabos: PVI – pirkimo vadybininkų indeksas. Naujausi duomenys – 2024 m. lapkričio mėn.

Prognozuojama, kad pasaulio ekonomikos aktyvumo perspektyva ir toliau bus stipri, bet prognozių laikotarpiu ekonominis aktyvumas šiek tiek sulėtės.

Prognozuojama, kad pasaulio realusis BVP 2024 m. augs 3,4 %, 2025 m. – 3,5 %, o vėliau augimas lėtės: 2026 m. – iki 3,3 %, 2027 m. – iki 3,2 %. Vėlesniu prognozių laikotarpiu prognozuojamam nedideliame pasaulio ekonomikos augimo sulėtėjimui didžiausią įtaką darys lūkesčiai dėl lėtesnio Kinijos ekonomikos augimo, esant nepalankiai demografiniai padėčiai, ir tam tikro JAV ekonomikos augimo sulėtėjimo. Manoma, kad sušvelninus Jungtinės Karalystės fiskalinę politiką, BVP augs sparčiau tik laikinai, nes privačiojo sektoriaus aktyvumą greičiausiai slėgs būsimas įmonių pelno mokesčio padidinimas. JAV rinkimų rezultatai nulėmė reikšmingą neapibrėžtumą, nes šiuo etapu sunku suprasti, kokių politikos priemonių imsis naujoji JAV administracija. Gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų prognozėse darytos prielaidos dėl griežtesnių imigracijos teisės aktų ir švelnesnės fiskalinės politikos (ypač dėl to, kad bus pratęstas 2017 m. įvestų ir iki 2025 m. turėjusių galioti sumažintų fizinių asmenų pajamų ir įmonių pelno mokesčių taikymas).

Po intensyvesnio, negu buvo numatyta, augimo trečiąjį ketvirtį pasaulinės prekybos tempas artimiausiu metu tikriausiai sulėtės.

Trečiąjį ketvirtį pasaulio importo rodikliai buvo geresni, negu numatyta, o juos paskatino staigiai padidėjusi JAV prekyba. Iš pavienių duomenų matyti, kad JAV įmonės paankstino importą, atsižvelgdamos į galimus prekybos apribojimus ir į JAV rytinės pakrantės uostuose spalio mėn. galinčius kilti streikus. Nors pasaulinei prekybai būdingas kintamumas, iš gaunamų duomenų matyti, kad ketvirtąjį ketvirtį pasaulinis importas auga lėčiau. Šį lėtėjimą lemia vis dar silpnas apdirbamosios gamybos ciklas ir prekių importo normalizavimasis po ankstesniais ketvirčiais fiksuoto itin aktyvaus augimo. Prie to prisideda mažiau palanki pasaulinės paklausos struktūra – šiuo metu jai įtaką daro mažiau nuo užsienio prekybos priklausantis paslaugų sektorius ir viešojo sektoriaus vartojimas. Kaip ir lėčiau auganti prekyba, pasaulio, neįskaitant euro zonos, naujų apdirbamosios gamybos eksporto užsakymų rodiklis lapkričio mėn. traukėsi ir buvo

49,4. Tokiomis aplinkybėmis pradeda normalizuotis ir laivybos išlaidos, prieš tai, 2024 m. antrąjį ketvirtį, sparčiai didėjusios, kai dėl paankstinto importo laivybos paklausa buvo didesnė.

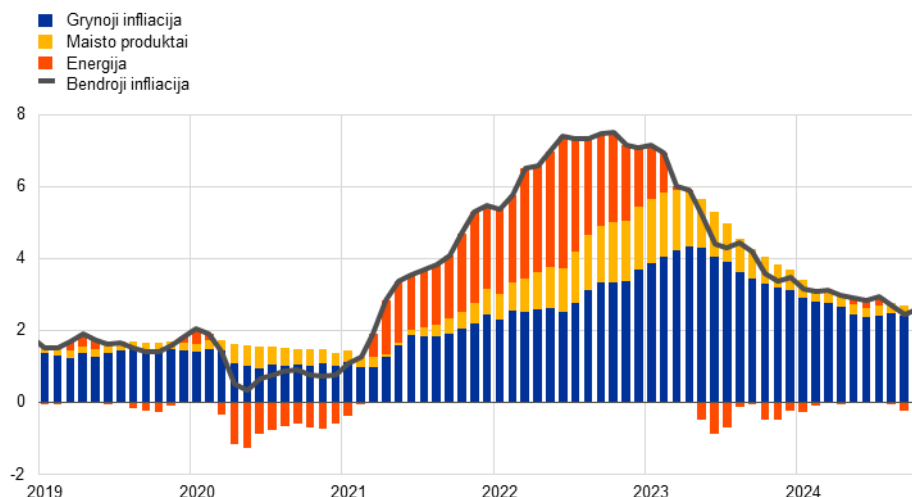
Prognozuojama, kad pasaulinė prekyba šiais metais atsigaus ir vėlesniu prognozių laikotarpiu augs panašiu tempu kaip ekonominis aktyvumas, nors dėl padidėjusio prekybos protekcionizmo ir fragmentiškumo tvyro didesnė lėtesnio augimo rizika. Pasaulinės prekybos augimo 2024 m. prognozė padidinta 0,9 procentinio punkto, palyginti su 2024 m. rugsėjo mėn. prognozėmis, daugiausia dėl gautų tvirtesnių antrojo ir trečiojo ketvirčių duomenų. Prognozuojama, kad pasaulinė prekyba 2025 m. augs 3,6 %, o vėliau augimas lėtės: 2026 m. – iki 3,3 %, 2027 m. – iki 3,2 %. Tačiau perspektyva tebėra labai neapibrėžta. Prekybą trumpuoju laikotarpiu gali paspartinti ir toliau dėl numatomų prekybos apribojimų paankstinta prekyba. Vidutiniu laikotarpiu dėl vis dar tvyrančios geopolitinės įtampos, reikšmingai sustiprėjusio prekybos protekcionizmo ir fragmentiškumo prekybos augimas gali vėl sulėtėti.

Ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (EBPO) šalyse narėse infliacija toliau mažėja, tačiau pagrindiniai ją lemiantys kainų spaudimo veiksniai neišnyko. Spalio mėn. metinė bendroji infliacija pagal vartotojų kainų indeksą (VKI) EBPO šalyse narėse, neįskaitant Turkijos, buvo 2,6 %, tad padidėjo nedaug, palyginti su infliacija ankstesnį mėnesį – sudarė 2,5 % (žr. 2 pav.). Bendroji infliacija šiek tiek padidėjo dėl mažiau neigiamos energijos infliacijos raidos: spalio mėn. ji buvo –0,8 %, o rugsėjo mėn. –2,5 %; maisto produktų ir grynoji infliacija nepakito. Grynąją infliaciją, spalio mėn. sudariusią 90 % bendrosios infliacijos (nors prieš COVID-19 pandemiją ji vidutiniškai sudarė 64 %), daugiausia skatino sparčiau kilusios paslaugų kainos išsivysčiusios ekonomikos šalyse. Kadangi paslaugų infliacija savo ruožtu yra glaudžiai susijusi su darbo užmokesčio augimu, o 2025 m., vėstant darbo rinkai, prognozuojama, kad jis kils lėčiau, numatoma, kad bendroji infliacija EBPO šalyse narėse toliau normalizuosis.

2 pav.

Infliacija pagal VKI EBPO šalyse

(pokyčiai, procentais, palyginti su atitinkamu ankstesnių metų laikotarpiu)



Šaltiniai: Europos ekonominio bendradarbiavimo ir plėtros organizacijos (EBPO) ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: j EBPO agreguotus duomenis neįtraukta Turkija, jie apskaičiuojami naudojant EBPO metinius vartotojų kainų indekso (VKI) lyginamuosius svorius. Naujausi duomenys – 2024 m. spalio mėn.

Nuo spalio mėn. Valdančiosios tarybos posėdžio Brent žalios naftos kainos nukrito 2,9 %, o Europos dujų kainos pakilo 17,7 %¹.

Apžvelgiamu laikotarpiu naftos kainos buvo labai nepastovios, o tam didžiausią įtaką turėjo geopolitinė įtampa Artimuosiuose Rytuose. Kalbant apie paklausą, pažymėtina, kad didelis degalų suvartojimas JAV prisidėjo prie kainas didinančio spaudimo, nes šalies benzino atsargos sumažėjo iki žemiausio lygio nuo 2022 m. lapkričio mėn. Vis dėlto tai nusvėrė neigiamas mažesnės naftos paklausos Kinijoje poveikis – naftos paklausa rugsėjo mėn. čia mažėjo šeštą mėnesį iš eilės. Nuo praėjusio Valdančiosios tarybos posėdžio Europos dujų kainos pakilo 17,7 %, o jų kilimą skatino tiek pasiūlos, tiek paklausos veiksniai. Kalbant apie pasiūlą, pabrėžtina, jog pasiūlos padidėjimą iš esmės galima paaiškinti tuo, kad 2024 m. baigia galioti Ukrainos ir Rusijos dujų tranzito susitarimas. Be to, po Austrijos bendrovei OMV palankaus arbitražo sprendimo dėl bendrovės *Gazprom*, *Gazprom* pagrasino sustabdydysianti dujų tiekimą. Dėl paklausos pažymėtina, kad lapkričio mėn. Europoje vėjo jėgainėse pagaminta mažiau elektros energijos, dėl to daugiau naudotas dujomis kūrenamomis jėgainėmis. Prie to prisidėjus šaltam orui, visoje Europoje dujų atsargų kiekis gerokai sumažėjo, o tai irgi paskatino dujų kainų kilimą. Kartu sumažėjo (–4,5 %) metalo kainos, tad Kinijos skatinamųjų priemonių rinkinys nepateisino lūkesčių. Maisto produktų kainos, skatinamos pasiūlos veiksniais, pakilo 15,9 %.

JAV ekonomikos aktyvumas tebėra intensyvus. 2024 m. trečiąjį ketvirtį realusis BVP toliau stabiliai augo 0,7 % per ketvirtį tempu, o jį palaikė didelė vidaus privačiojo sektoriaus paklausa ir valdžios sektoriaus vartojimas. Privačiųjų investicijų indėlis – priešingai – sumažėjo, o privačiojo sektoriaus atsargos ir grynoji prekyba taip pat darė neigiamą poveikį augimui. JAV darbo rinka toliau vėso, nedarbo lygis buvo

¹ Galutinė šiame Ekonomikos biuletenyje panaudotų duomenų pateikimo data – 2024 m. gruodžio 11 d.

0,1 procentinio punkto didesnis, t. y. lapkričio mėn. sudarė 4,2 %, padidėjęs nuo 3,7 % (2024 m. pradžioje). Metinis darbo užmokestis spalio mėn. kilo 4,0 %, t. y. per metus augimas sulėtėjo, bet buvo 3–3,5 % intervale, kuris, Federalinio rezervo sistemos nuomone, nuosekliai dera su infliacijos tikslu. Bendroji infliacija pagal VKI spalio mėn. taip pat šiek tiek padidėjo – iki 2,6 % (rugsėjo mėn. buvo 2,4 %), o grynoji infliacija toliau sudarė 3,3 %. Federalinis atvirosios rinkos komitetas per lapkričio mėn. posėdį nusprendė sumažinti federalinių fondų palūkanų normą 25 baziniais punktais, kaip to ir buvo visuotinai tikėtasi².

Kinijos ekonomikos augimo tempas paspartėjo, tačiau naujasis fiskalinių priemonių rinkinys didelio skatinamojo poveikio greičiausiai nepadarys.

Spalio mėn. rodikliai buvo geresni, negu numatyta, ypač sparčiai augo mažmeninės prekybos pardavimai ir eksportas. Mažmeninės prekybos pardavimų atsigavimą, kuris truko iki lapkričio pradžios, daugiausia skatino toliau taikomos prekybos subsidijos, ypač prisidėjusios prie Kinijos vyriausybės subsidijuojamų kategorijų augimo paspartėjimo. Kartu naujasis fiskalinių priemonių rinkinys, apie kurį pranešta lapkričio 8 d., greičiausiai augimo daug nepaskatins, nors šių priemonių rinkinio apimtis ir yra gana didelė. Jis skirtas finansinio stabilumo rizikai, susijusiai su vietos valdžios skola, mažinti ir pagal jį daugiausia siekiama skolą pakeisti obligacijomis, nes yra mažesnės skolos tvarkymo išlaidos. Kadangi bendras skolos lygis nepasikeis, šios priemonės tiesioginio fiskalinio impulso nesuteiks. Galimos papildomos išlaidos, susijusios su mažesnėmis finansavimo sąnaudomis, greičiausiai bus nedidelės ir augimą paskatins tik labai nedaug. Kinijos vartotojų kainos lapkričio mėn., palyginti su praėjusių metų tuo pačiu laikotarpiu, toliau kilo lėčiau – 0,2 % (rugsėjo mėn. – 0,3 % lėčiau). Gamintojų kainų kilimas lapkričio mėn. vis dar buvo neigiamas, t. y. –2,5 %, todėl sustiprėjo susirūpinimas dėl defliacijos.

Jungtinės Karalystės ekonomikos aktyvumas toliau lėtėjo, nors dėl didesnių energijos kainų bendroji infliacija padidėjo. 2024 m. trečiąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, Jungtinės Karalystės BVP išaugo nedaug – 0,1 %. Vyriausybės naujajame rudens biudžete numatyta, kad valdžios sektoriaus išlaidos didės 2 % BVP, o tai kartu su toliau švelninama pinigų politika 2025 m. turėtų po truputį skatinti augimo dinamiką. Bendroji infliacija nuo rugsėjo iki spalio mėn. reikšmingai padidėjo – nuo 1,7 iki 2,3 %. Per lapkričio mėn. vykusį posėdį *Bank of England* sumažino bazinę palūkanų normą 25 baziniais punktais – iki 4,75 %³.

² Gruodžio 18 d. posėdyje, vykusiam po apžvelgiamo laikotarpio nuo spalio 17 d. iki gruodžio 11 d., Federalinis atvirosios rinkos komitetas dar 25 baziniais punktais sumažino federalinių fondų tikslinę palūkanų normą.

³ Gruodžio 18 d. posėdyje, vykusiam po apžvelgiamo laikotarpio nuo spalio 17 d. iki gruodžio 11 d., *Bank of England* nusprendė nekeisti bazinės palūkanų normos.

2 Ekonominis aktyvumas

Atsigavus vartojimui ir didėjant atsargoms, 2024 m. trečiąjį ketvirtį ekonomika augo 0,4 % (antrąjį ketvirtį – 0,2 %), o grynoji prekyba sumažėjo. Trečiąjį ketvirtį užimtumas padidėjo 0,2 %, o tai reiškia, kad šiek tiek atsigavo našumas. Trečiąjį ketvirtį tarp sektorių pramonės aktyvumas, išskyrus Airijos intelektualinės nuosavybės produktus, toliau mažėjo, o tai rodė mažą paklausą, konkurencingumo mažėjimą ir didėjantį neapibrėžtumą. Paslaugų sektorius, priešingai, ir toliau sparčiai plėtojosi, daugiausia dėl ne rinkos ir su verslu susijusių paslaugų. Apklausų rodikliai rodo mažėjantį ekonominį aktyvumą metų sandūroje. Ketvirtąjį ketvirtį tiek apdirbamosios gamybos, tiek paslaugų sektoriaus pirkimo vadybininkų indeksai (PVI) buvo mažesni už atitinkamus trečiojo ketvirčio lygius, o užsakymų ir verslo lūkesčių rodikliai sumažėjo – tai rodo, kad 2025 m. pradžioje jie toliau mažės. Kalbant apie vidaus paklausą, tikėtina, kad ketvirtąjį ketvirtį privatusis vartojimas, sparčiai didėjęs trečiąjį ketvirtį, augs lėčiau, nes pasitikėjimas tebėra prastas. Be to, iš būsto, verslo investicijų ir eksporto rodiklių matyti, kad trumpuoju laikotarpiu jie nepagerės. Vertinant ateities perspektyvas, numatomas realiųjų pajamų atsigavimas, taip pat didėjantis darbo užmokestis ir aktyvi darbo rinka turėtų leisti namų ūkiams daugiau vartoti. Užsienio paklausa turėtų didėti ir skatinti euro zonos eksportą.

Šis vertinimas iš esmės pateiktas ir 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai. Jose numatoma, kad metinis realiojo BVP augimo tempas 2024 m. bus 0,7 %, 2025 – 1,1 % ir 2026 m. – 1,4 %, o 2027 m. sulėtės iki 1,3 %⁴.

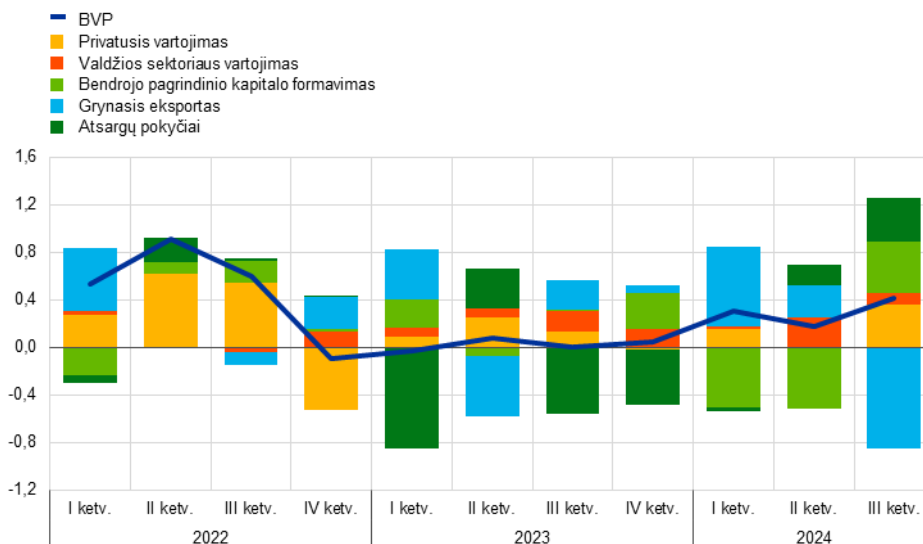
Remiantis Eurostato naujausiu įverčiu, 2024 m. trečiąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, realusis BVP padidėjo 0,4 %, o antrąjį ketvirtį – 0,2 % (žr. 3 pav.). Trečiąjį ketvirtį vidaus paklausa ir atsargų pokyčiai darė teigiamą įtaką augimui, o grynoji prekyba susitraukė. Nors bendrų investicijų augimas trečiąjį ketvirtį buvo teigiamas, apskaičiuota, kad jis būtų buvęs neigiamas neįskaičius precedento neturėjusį investicijų į ne statybos sektorių padidėjimą Airijoje.

⁴ Žr. 2024 m. gruodžio 12 d. ECB interneto svetainėje paskelbtas „2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai“.

3 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. trečiojo ketvirčio.

Iš tyrimų duomenų matyti, kad 2024 m. ketvirtasis ketvirtis buvo prastesnis.

Spalio ir lapkričio mėn. produkcija pagal PVI sumažėjo vidutiniškai iki 49,2 (trečiąjį ketvirtį sudarė 50,3) dėl suprastėjusių paslaugų ir apdirbamosios gamybos sektorių rodiklių. Apdirbamosios gamybos sektoriuje ketvirtąjį ketvirtį PVI ir toliau traukėsi, t. y. indeksas mažėja jau 20 mėnesių iš eilės (žr. 4 pav.). Naujų užsakymų PVI taip pat tebėra mažesnis nei 50, ir tai rodo prastas trumpalaikes pramonės perspektyvas. Lapkričio mėn. paslaugų sektoriuje PVI nukrito žemiau 50 pirmą kartą nuo 2024 m. sausio mėn., nors spalio ir lapkričio mėn. vidurkis teberodo nuosaikų augimą ir yra 50,5. Europos Komisijos verslo pasitikėjimo rodikliai rodo panašų vaizdą. Spalio mėn. smukęs, lapkričio mėn. ekonominių vertinimų rodiklis reikšmingai nepakito, o tai rodo, kad atsigavimą stabdo tebesitęsiantys nepalankūs veiksniai. Iš Komisijos ketvirtojo ketvirčio gamybą ribojančių veiksnių tyrimo rezultatų matyti, kad, palyginti su istoriniu vidurkiu, apdirbamąją gamybą vis dar veikia nepakankama paklausa ir darbo jėgos trūkumas, o paslaugų sektoriuje paklausa nelaikoma ribojančiu veiksniu.

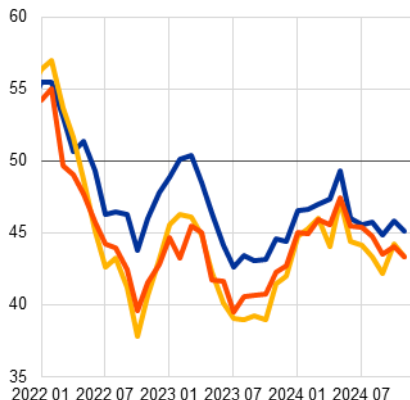
4 pav.

Įvairių ekonomikos sektorių PVI rodikliai

a) Apdirbamoji gamyba

(pasiskirstymo indeksai)

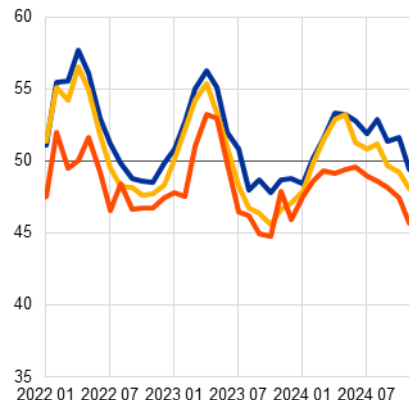
— Produkcija
— Nauji užsakymai
— Nauji eksporto užsakymai



b) Paslaugos

(pasiskirstymo indeksai)

— Paslaugų sektoriaus aktyvumas
— Naujos įmonės
— Nauji eksporto užsakymai



Šaltinis: S&P Global Market Intelligence.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. lapkričio mėn.

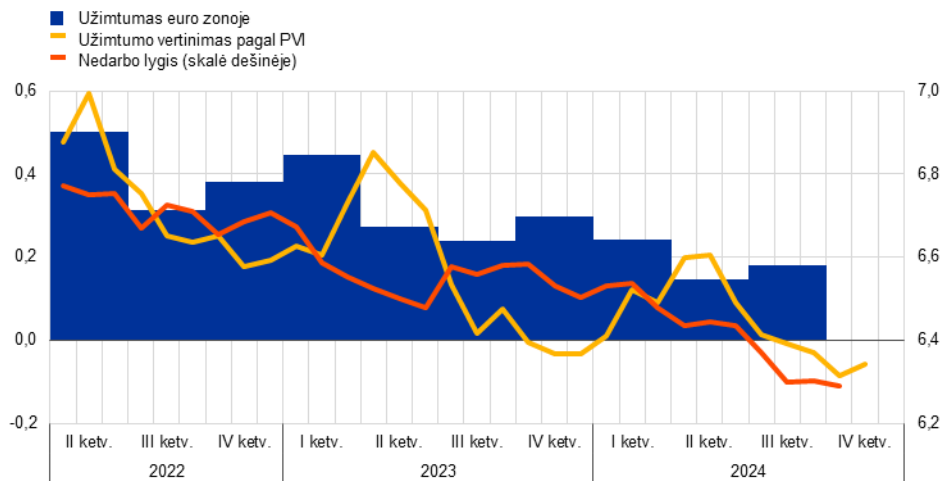
2024 m. trečiąjį ketvirtį užimtumas padidėjo 0,2 %. Tai buvo iš esmės toks pat tempas kaip ir pirmąjį pusmetį (žr. 5 pav.). Trečiąjį ketvirtį užimtumo augimas labiau atitiko BVP augimą, todėl našumas šiek tiek atsigavo ir padidėjo 0,2 %⁵. Trečiąjį ketvirtį bendras dirbtų valandų skaičius nepakito, todėl vidutinis dirbtų valandų skaičius sumažėjo 0,1 %. Spalio mėn. nedarbo lygis sudarė 6,3 %, t. y. buvo toks pat kaip rugsėjo mėn., ir tebebuvo arti žemiausio lygio nuo euro įvedimo. Darbo jėgos paklausa šiek tiek sumažėjo nuo po pandemijos buvusio aukšto lygio, o laisvų darbo vietų lygis trečiąjį ketvirtį nukrito iki 2,5 %, t. y. buvo 0,1 procentinio punkto mažesnis nei ankstesnį ketvirtį ir buvo artimesnis prieš pandemiją fiksuotam aukščiausiam lygiui.

⁵ Pastarųjų dvejų metų euro zonos darbo rinkos apžvalga pateikta šio Ekonomikos biuletenio straipsnyje “Explaining the resilience of the euro area labour market between 2022 and 2024”.

5 pav.

Užimtumas, užimtumo vertinimas pagal PVI ir nedarbo lygis euro zonoje

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



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

Pastabos: 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. trečiojo ketvirčio (užimtumas euro zonoje), 2024 m. lapkričio mėn. (užimtumo vertinimas pagal PVI) ir 2024 m. spalio mėn. (nedarbo lygis).

Trumpojo laikotarpio darbo rinkos rodikliai rodo, kad 2024 m. ketvirtąjį ketvirtį užimtumas bus stabilus. Mėnesinis sudėtinis PVI užimtumo rodiklis šiek tiek padidėjo – nuo 49,2 (spalio mėn.) iki 49,4 (lapkričio mėn.), o tai rodo, kad užimtumas ketvirtąjį ketvirtį greičiausiai iš esmės nesikeis. Paslaugų PVI rodiklis padidėjo nuo 50,3 (spalio mėn.) iki 51,0 (lapkričio mėn.), o apdirbamosios gamybos ir statybos PVI rodikliai ir toliau mažėjo.

Trečiąjį ketvirtį privatusis vartojimas labai padidėjo, tačiau numatoma, kad metų sandūroje jo augimas sulėtės. Po menko vidutinio augimo ankstesniais ketvirčiais privatusis vartojimas euro zonoje trečiąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, padidėjo 0,7 % (žr. 6 pav.), tikriausiai jį skatino, nors ir ribotai, laikini veiksniai, pavyzdžiui, 2024 m. Paryžiaus olimpinės ir parolimpinės žaidynės. Trečiąjį ketvirtį prekių vartojimas atsigavo ir iš esmės didėjo taip pat kaip ir paslaugų vartojimas, kaip rodo ir trečiąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, 1 % padidėjusi mažmeninė prekyba ir mažiau (0,2 %) – paslaugų sektoriaus produkcija. Tačiau gaunami duomenys rodo, kad tikėtina, jog namų ūkių išlaidos ketvirtąjį ketvirtį augo lėčiau, nes spalio mėn. sumažėjo mažmeninė prekyba. Europos Komisijos vartotojų pasitikėjimo rodiklis lapkričio mėn. taip pat nukrito iki rugsėjo mėn. buvusio lygio. Nepaisant to, labiau į ateitį orientuoti rodikliai rodo atsigavimą ateinančiais ketvirčiais, kaip numatyta naujausiose Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse⁶. Lapkričio mėn. toliau gerėjo Europos Komisijos verslo lūkesčių dėl daug kontaktų reikalingų paslaugų paklausos rodikliai, o naujausias ECB vartotojų lūkesčių tyrimas taip pat parodė, kad, nepaisant tam tikro mažėjimo pastaruju metu, tikėtini atostogų pirkiniai tebėra aukšto lygio. Lapkričio mėn. dar labiau pagerėjo vartotojų lūkesčiai dėl didelių pirkinų per artimiausius dvylika mėnesių – jie viršijo

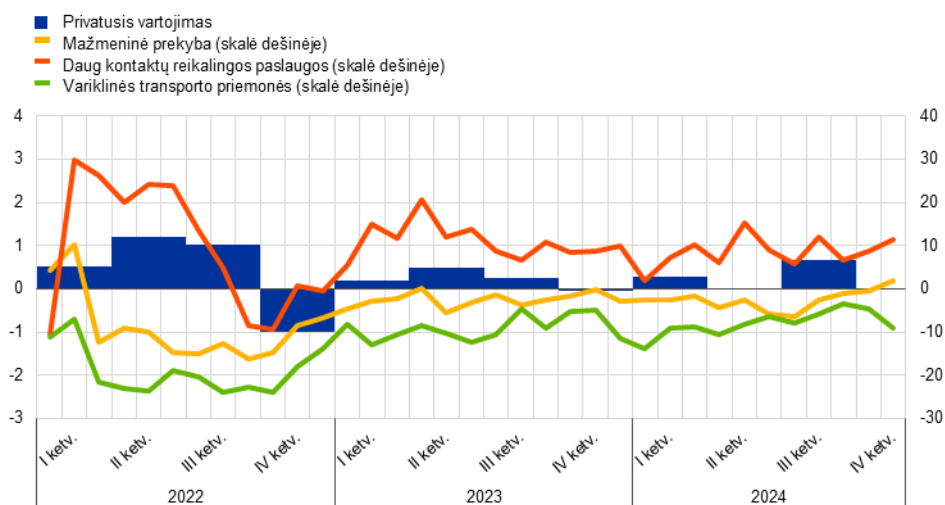
⁶ Žr. 2024 m. gruodžio 12 d. ECB interneto svetainėje paskelbtas „2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai“.

ikipandeminį lygį ir rodo didėjančią vartotojų prekių paklausą. Numatoma, kad didesnė perkamoji galia ir toliau augančios realiosios darbo pajamos skatins vartojimą ateinančiais ketvirčiais. Kartu neapibrėžtumas tebėra padidėjęs ir namų ūkiai gali toliau nerimauti dėl ilgesnio laikotarpio geopolitinių klausimų, o tai gali daryti neigiamą įtaką jų sprendimams dėl išlaidų (žr. 3 intarpa).

6 pav.

Privatusis vartojimas ir verslo lūkesčiai dėl mažmeninės prekybos, daug kontaktų reikalingų paslaugų ir variklinių transporto priemonių

(ketvirtiniai pokyčiai, procentais; grynieji balansai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas, Europos Komisija ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: verslo lūkesčiai dėl mažmeninės prekybos (išskyrus variklines transporto priemones), tikėtinos daug kontaktų reikalingų paslaugų paklausos ir tikėtinų variklinių transporto priemonių pardavimų per ateinančius tris mėnesius – grynieji likučiai procentais; daug kontaktų reikalingos paslaugos – apgyvendinimo, kelionių ir maitinimo paslaugos. Naujausi duomenys – 2024 m. trečiojo ketvirčio (privatusis vartojimas) ir 2024 m. lapkričio mėn. (verslo lūkesčiai dėl mažmeninės prekybos, daug kontaktų reikalingų paslaugų ir variklinių transporto priemonių).

Trečiąjį ketvirtį verslo investicijos labai sumažėjo ir tikėtina, kad artimiausiu metu ir toliau bus nedidelės.

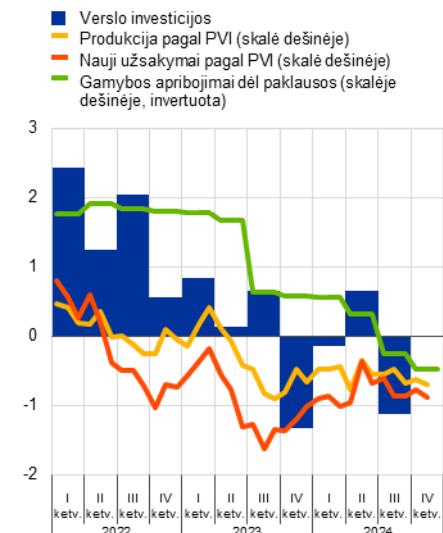
Pirmąjį pusmetį šiek tiek augusios, trečiąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, investicijos į ne statybos sektorių, neįskaitant Airijos nematerialiųjų investicijų, sumažėjo 1,1 %. Manoma, kad ketvirtąjį ketvirtį investicijos toliau didėjo lėčiau, kaip rodo PVI produkcijos ir užsakymų rodikliai ir Europos Komisijos investicinių prekių sektoriaus pasitikėjimo tyrimai iki lapkričio mėn. (žr. 7 pav. a grafiką). Naujusias Komisijos tyrimas dėl gamybą ribojančių veiksnių investicinių prekių sektoriuje parodė, kad paklausa yra maža, o poreikis toliau investuoti į įrangą ketvirtąjį ketvirtį buvo nedidelis. Investicijas dar labiau slopina padidėjęs neapibrėžtumas, susijęs su geopolitika, prekybos tarifais ir ekonomine politika (žr. 3 intarpa). Tokiomis sąlygomis bankrotų skaičius toliau didėjo ir 2024 m. trečiąjį ketvirtį buvo maždaug 23 % didesnis nei 2019 m. Vertinant ateities perspektyvas, tikimasi, kad investicijos iš lėto didės, nes mažės griežtų finansavimo sąlygų poveikis, didės paklausa ir bus įgyvendinami žaliųjų ir skaitmeninių investicijų planai.

7 pav.

Realių investicijų dinamika ir tyrimų duomenys

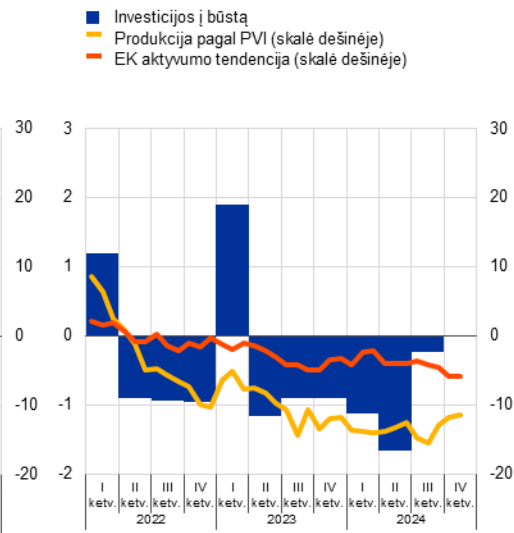
a) Verslo investicijos

(ketvirtiniai pokyčiai, procentais; pasiskirstymo indeksai ir pakoreguota pagal vidurkį)



b) Investicijos į būstą

(ketvirtiniai pokyčiai, procentais; balansai, procentais, ir pasiskirstymo indeksas)



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

Pastabos: linijos – mėnesiniai pokyčiai, stulpeliai – ketvirtiniai duomenys (išskyrus gamybą ribojančių veiksnių tyrimo duomenis, jie taip pat yra ketvirtiniai). PVI išreikštas nuokrypiu nuo 50. a grafike verslo investicijos vertinamos pagal investicijas į ne statybos sektorių, išskyrus Airijos nematerialųjį turtą. Trumpalaikiai rodikliai susiję su investicinių prekių sektoriumi. Gamybos apribojimai dėl paklausos išreiškiami kaip laikotarpio nuo 1991 m. pirmojo ketvirčio iki 2019 m. ketvirčio ketvirčio vidurkis, kuris vėliau invertuojamas. Naujausi duomenys – 2024 m. trečiojo ketvirčio (verslo investicijos) ir 2024 m. lapkričio mėn. (visos kitos sudedamosios dalys). b grafike Europos Komisijos aktyvumo tendencijos rodiklis – pastatų ir specializuotos statybos sektoriaus aktyvumo tendencijos vertinimo, palyginti su ankstesnių trijų mėnesių duomenimis, svertinis vidurkis, pateiktas taip, kad jo standartinis nuokrypis būtų toks pat kaip PVI. Produkcija pagal PVI – būsto rinkos aktyvumas. Naujausi duomenys – 2024 m. trečiojo ketvirčio (investicijos į būstą) ir 2024 m. lapkričio mėn. (produkcija pagal PVI ir Europos Komisijos aktyvumo tendencijos rodiklis).

2024 m. trečiąjį ketvirtį investicijos į būstą šiek tiek sumažėjo ir numatoma, kad jos trumpuoju laikotarpiu toliau mažės.

2024 m. trečiąjį ketvirtį euro zonoje investicijos į būstą sumenko 0,2 %, o gamyba pastatų ir specializuotos statybos sektoriuje – 0,6 %. Remiantis apklausomis pagrįstais veiklos aktyvumo rodikliais, 2024 m. ketvirtąjį 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 lapkričio mėn. (žr. 7 pav. b grafiką). Tačiau 2025 m. investicijos į būstą turėtų stabilizuotis. Remiantis Europos Komisijos apklausa, 2024 m. ketvirtąjį ketvirtį toliau gerėjo namų ūkių trumpalaikiai ketinimai pirkti arba statyti būstą. Panašiai iš ECB vartotojų lūkesčių tyrimo matyti, kad namų ūkių, kurie mano, kad būstas yra gera investicija, dalis 2024 m. apskritai gerokai padidėjo, nors spalio mėn. šiek tiek sumažėjo. Prie šio vertinimo pagerėjimo prisideda mažėjančios būsto paskolų palūkanų normos, tai rodo laipsniškas būsto paskolų atsigavimas, kaip matyti ir iš spalio mėn. euro zonos bankų apklausos dėl skolinimo sąlygų rezultatų.

Euro zonos eksportas 2024 m. trečiąjį ketvirtį toliau didėjo lėčiau.

Trečiąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, bendras euro zonos eksporto augimas sulėtėjo 1,5 %. Šis sulėtėjimas patvirtina, kad euro zonos eksportuotojai ir toliau susiduria su konkurencingumo iššūkiais net ir atsigauvant pasaulinei paklausai. Vertinant ateities perspektyvas, pažymėtina, jog tyrimų duomenys rodo, kad

artimiausiu metu eksportas tebebus vangus. Lapkričio mėn. naujausi eksporto užsakymų PVI rodikliai tebebuvo gerokai mažesni už neaugimo ribą apdirbamosios gamybos sektoriuje ir rodo, kad paslaugų sektoriaus veikla vis labiau lėtėja. Kartu trečiąjį ketvirtį, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, importas padidėjo šiek tiek daugiau (0,2 %), nes šiek tiek padidėjo vidaus vartojimas. Apskritai antrąjį ketvirtį gryojo eksporto indėlis į BVP buvo neigiamas ir sudarė 0,9 procentinio punkto.

Vertinant ateities perspektyvas, numatoma, kad euro zonos ekonomika prognozių laikotarpiu toliau pamažu atsigaus, nepaisant didelio neapibrėžtumo.

Numatoma, kad, 2024 m. BVP padidėjus 0,7 %, per ateinančius trejus metus aktyvumas turėtų augti sparčiau. Visų pirma tikimasi, kad didėjantis realusis darbo užmokestis ir užimtumas, esant aktyvioms, nors ir silpnėjančioms, darbo rinkoms, palaikys tvarų vartojimo atsigavimą. Vidaus paklausą taip pat turėtų skatinti švelnesnės finansavimo sąlygos, atitinkančios rinkos lūkesčius dėl būsimos palūkanų normų raidos.

Šiuo metu tikimasi, kad ekonomika atsigaus lėčiau, nei buvo numatyta 2024 m. rugsėjo mėn. prognozėse.

Nors šių metų trečiąjį ketvirtį ekonomika augo sparčiau, iš apklausų rodiklių matyti, kad šį ketvirtį augimas sulėtėjo. Remiantis 2024 m. gruodžio mėn. prognozėmis, numatoma, kad 2024 m. ekonomikos augimas sudarys 0,7 %, 2025 m. – 1,1 %, 2026 m. – 1,4 %, o 2027 m. – 1,3 %. Numatomą atsigavimą labiausiai skatins didėjančios realiosios pajamos (dėl to namų ūkiai turėtų galėti daugiau vartoti) ir įmonių investicijos. Pamažu silpnėjant ribojamosios pinigų politikos poveikiui, ilgainiui turėtų padidėti vidaus paklausa.

3 Kainos ir sąnaudos

2024 m. lapkričio mėn. bendroji infliacija euro zonoje padidėjo iki 2,3 % (spalio mėn. sudarė 2,0 %). Tai daugiausia susiję su padidėjusiu energijos kainų kilimu⁷. Kartu bazinės infliacijos raida apskritai atitinka tvarų bazinės infliacijos grįžimą iki 2 % tikslinio lygio vidutiniu laikotarpiu. Spalio mėn. vidaus infliacijos rodiklis šiek tiek sumažėjo, bet tebėra didelis, o tai rodo spartų darbo užmokesčio kilimą ir tai, kad kai kurių prekių kainos labai vėluodamos vis dar koreguojasi po ankstesnio infliacijos šuolio. Bendras darbo sąnaudų augimo tempas lėtėja, o augantis vienetinis pelnas ir toliau iš dalies sušvelnina vis dar padidėjusio darbo sąnaudų spaudimo poveikį infliacijai ir taip prisideda prie tebesitęsiančios dezinfliacijos. Apžvelgiamu laikotarpiu dauguma ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių rodiklių iš esmės nepakito ir siekė apie 2 %, o rinkos duomenimis pagrįsti rodikliai sumažėjo ir priartėjo prie šio lygio. 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse euro zonai numatoma, kad bendroji infliacija 2024 m. turėtų būti vidutiniškai 2,4 %, 2025 m. – 2,1 %, 2026 m. – 1,9 %, o 2027 m., kai įsigalios išplėsta ES prekybos apyvartiniai taršos leidimais sistema, ji turėtų sudaryti 2,1 %⁸.

2024 m. lapkričio mėn. bendroji infliacija euro zonoje pagal suderintą vartotojų kainų indeksą (SVKI) dar padidėjo iki 2,3 % (spalio mėn. sudarė 2,0 %)

(žr. 8 pav.). Šį padidėjimą daugiausia lėmė numatomas spartesnis energijos kainų kilimas, kuris lapkričio mėn. padidėjo iki –1,9 %, spalio mėn. buvo –4,6 %, visų pirma dėl didėjančio bazės efekto. Lapkričio mėn. maisto produktų kainos kilo šiek tiek lėčiau ir sudarė 2,8 % (spalio mėn. – 2,9 %). Tai susiję su sulėtėjusiu metiniu neperdirbtų maisto produktų kainų pokyčiu, o perdirbtų maisto produktų kainų metinis pokytis šiek tiek padidėjo. Lapkričio mėn. infliacija pagal SVKI, neįskaitant energijos ir maisto produktų (SVKIX), sudarė 2,7 %, t. y. buvo tokia pati kaip spalio ir rugsėjo mėn. Tai lėmė šiek tiek sumažėjusi paslaugų infliacija (lapkričio mėn. – 3,9 %, spalio mėn. – 4,0 %), kurią atsvėrė padidėjusi pramonės prekių, neįskaitant energijos, infliacija (lapkričio mėn. buvo 0,7 %, spalio mėn. – 0,5 %). Pramonės prekių, neįskaitant energijos, infliacijos metinis lygis tebebuvo artimas ilgalaikiam 0,6 % vidurkiui, buvusiam iki COVID-19 pandemijos, o pastovesnė paslaugų infliacija rodo vis dar padidėjusio spaudimo darbo užmokesčiui poveikį kai kuriems jos straipsniams ir vėluojančio kitų straipsnių perkainojimo įtaką.

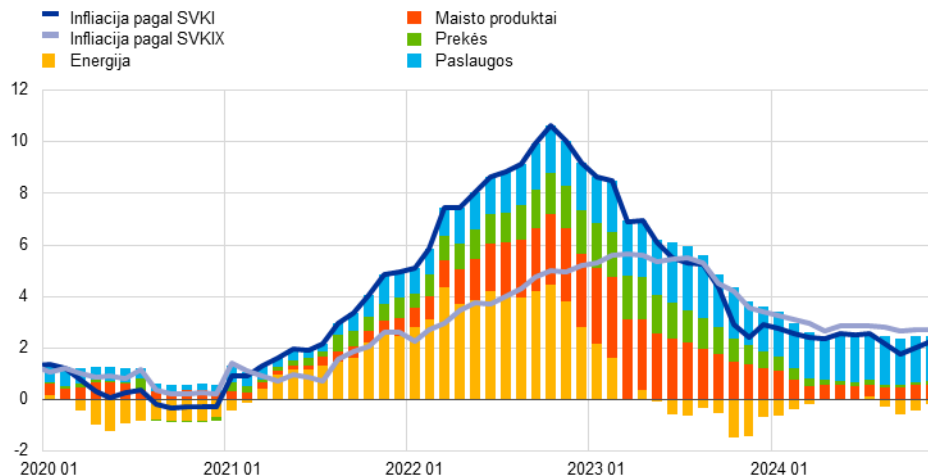
⁷ Galutinė šiame Ekonomikos biuletenyje panaudotų duomenų pateikimo data – 2024 m. gruodžio 11 d. 2024 m. gruodžio 18 d. paskelbus lapkričio mėn. infliacijos pagal SVKI duomenis, šis išankstinis Eurostato įvertis buvo sumažintas 0,1 procentiniu punktu – iki 2,2 %.

⁸ Žr. 2024 m. gruodžio 12 d. ECB interneto svetainėje paskelbtas „2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai“.

8 pav.

Bendroji infliacija ir jos pagrindinės sudedamosios dalys

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



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

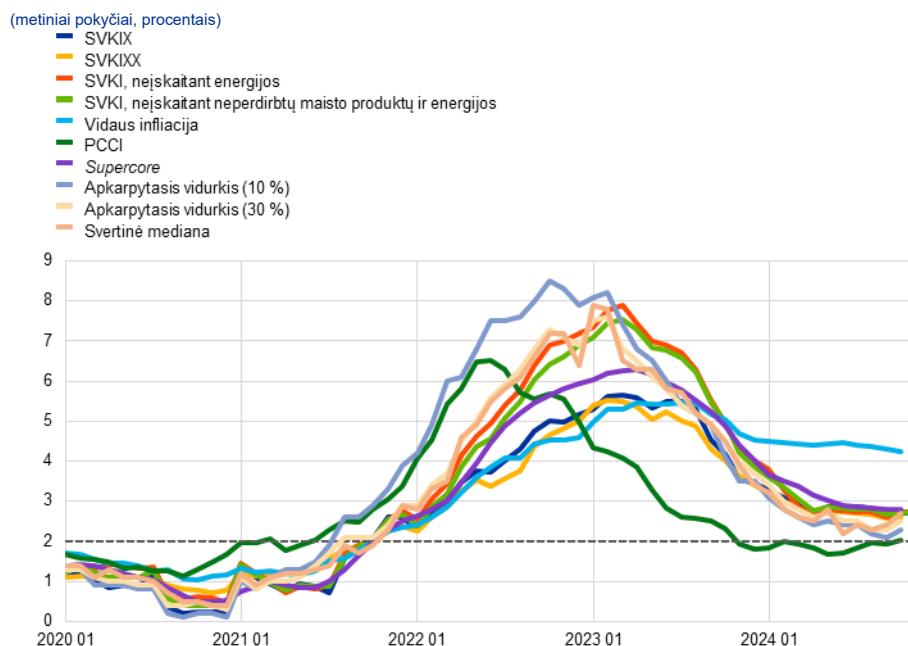
Pastabos: prekės – pramonės prekių, neįskaitant energijos, infliacija. Naujausi duomenys – 2024 m. lapkričio mėn. (išankstiniai įverčiai).

Iš daugumos bazinės infliacijos rodiklių matyti, kad infliacija ilgainiui nusistovės ir bus tikslinio 2 % lygio vidutiniu laikotarpiu, o rodiklių reikšmių intervalas susiaurėjo (žr. 9 pav.). 2024 m. spalio mėn. (paskutinį mėnesį, kurio duomenys turimi) didžioji dalis rodiklių reikšmių svyravo nuo 2,0 iki 2,8 %⁹. Pastovioji ir bendroji infliacijos dalis, pagal kurią paprastai geriausia prognozuoti būsimą bendrąją infliaciją, buvo šio intervalo apačioje. O *Supercore* rodiklis, apimantis ekonomikos ciklui jautrias SVKI sudedamąsias dalis, nepakito ir sudarė 2,8 %. Infliacija pagal SVKIX, neįskaitant su kelionėmis susijusių prekių, drabužių ir avalynės (infliacija pagal SVKIXX), taip pat nepasikeitė ir sudarė 2,6 %, o 10 ir 30 % apkarpytieji vidurkiai, kai iš kiekvienos SVKI straipsnių skirstinio uodegos pašalinama atitinkamai 5 ir 15 % metinio pokyčio, šiek tiek padidėjo. Nors vidaus infliacijos rodiklis tebebuvo stabiliai didelis, jis dar šiek tiek sumažėjo – iki 4,2 % (rugsėjo ir rugpjūčio mėn. sudarė atitinkamai 4,3 ir 4,4 %). Tai rodo, kad didelė reikšmė teikiama tokiems paslaugų straipsniams kaip draudimas ir nuoma, kurių reakcijos į bendrą infliacinę spaudimą ir pinigų politikos suvaržymų mažėjimą sklaida yra lėtesnė.

⁹ Daugiau informacijos pateikiama 2024 m. spalio 24 d. Lane, P.R. pranešime „[Underlying inflation: an update](#)“, skaitytame Klivlande vykusiame renginyje „Inflation: Drivers and Dynamics Conference 2024 organised by the Federal Reserve Bank of Cleveland and the ECB“.

9 pav.

Bazinės infliacijos rodikliai



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

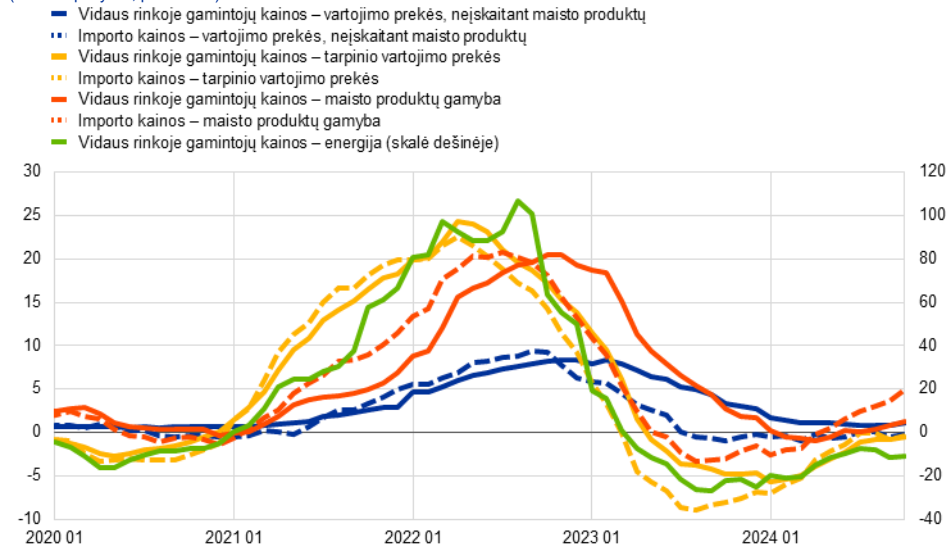
Pastabos: pilka brūkšninė linija – ECB siekiamas 2 % tikslinis infliacijos lygis vidutiniu laikotarpiu. Naujausi duomenys – 2024 m. lapkričio mėn. (išankstinis įvertis, SVKIX, SVKI, neįskaitant energijos, ir SVKI, neįskaitant neperdirbtų maisto produktų ir energijos) ir 2024 m. spalio mėn. (visi kiti rodikliai).

Spalio mėn. kainodaros grandinės spaudimas padidėjo, nors visose pramonės kategorijose jis ir toliau buvo nedidelis (žr. 10 pav.). Ankstyvuose kainų nustatymo etapuose energijos gamintojų kainų infliacija, kuri nuo 2023 m. balandžio mėn. buvo neigiama, spalio mėn. padidėjo iki –11,2 % (rugsėjo mėn. sudarė –11,5 %). Tarpinio vartojimo prekių gamintojų kainų, taikomų pardavimui vidaus rinkoje, metinis augimo tempas taip pat ir toliau buvo neigiamas, nors ir mažiau nei ankstesnį mėnesį (spalio mėn. sudarė –0,5 %, rugsėjo mėn. buvo –0,8 %). Analogiškai atitinkamas metinis tarpinio vartojimo prekių importo kainų augimo tempas spalio mėn. sudarė –0,4 % (rugsėjo mėn. buvo –0,8 %). Vėlesniuose kainų nustatymo etapuose vartojimo prekių, neįskaitant maisto produktų, gamintojų kainų kilimas vidaus rinkoje spalio mėn. ūgtelėjo iki 1,1 % (rugsėjo mėn. sudarė 0,9 %). Taip pat sparčiau kilo tiek maisto produktų gamybos vidaus gamintojų kainos, padidėjusios nuo 0,9 % (rugsėjo mėn.) iki 1,3 % (spalio mėn.), tiek maisto produktų gamybos importo infliacija, spalio mėn. padidėjusi iki 4,9 %, ją galėjo skatinti pastaruoju metu dviženkliais skaičiais kilusios tarptautinės maisto prekių kainos. Apskritai kainodaros grandinės spaudimas padidėjo visose pramonės kategorijose, nors ir nuo vis dar nedidelio lygio, o tai rodo, kad baigia mažėti kainodaros grandinės spaudimas, kuris buvo susikaupęs dėl ankstesnių kainų sukrėtimų.

10 pav.

Kainodaros grandinės spaudimo srauto rodikliai

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. spalio mėn.

Vidaus sąnaudų spaudimas, vertinamas pagal BVP defliatoriaus augimą, 2024 m. trečiąjį ketvirtį dar labiau sumažėjo, nors tebebuvo didelis (žr. 11 pav.).

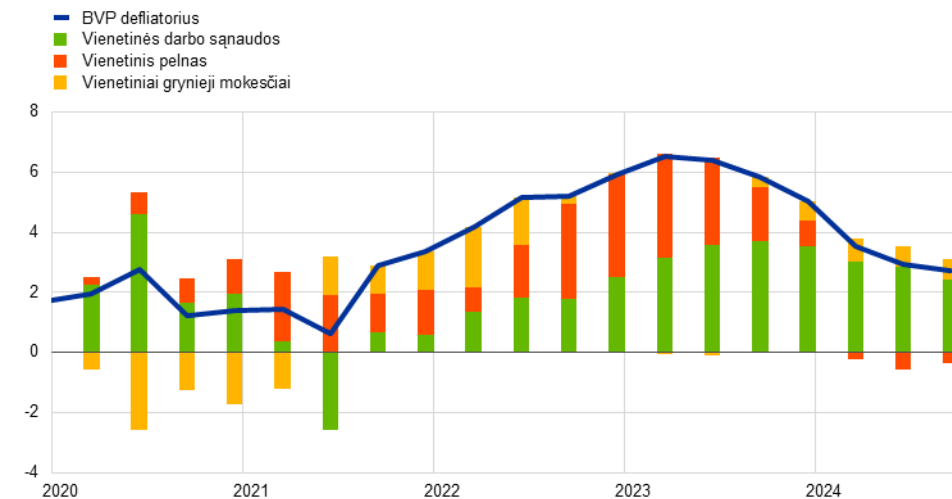
2024 m. trečiąjį ketvirtį BVP defliatoriaus metinis augimo tempas sumažėjo iki 2,7 % (ankstesnį ketvirtį sudarė 2,9 %). Šis sumažėjimas rodė mažesnį vienetinių darbo sąnaudų, nepakitusį vienetinių grynųjų mokesčių ir šiek tiek padidėjusį vienetinio pelno poveikį. Nepaisant to, kad vienetinis pelnas didėjo, jis tebebuvo neigiamas, o tai rodo, kad jis ir toliau slopina vis dar padidėjusį darbo sąnaudų spaudimą. Tai, kad vienetinių darbo sąnaudų poveikis sumenko, lėmė sulėtėjęs darbo užmokesčio, vertinamo pagal atlygį vienam samdomajam darbuotojui, augimas, kuris sumažėjo nuo 4,7 % (2024 m. antrąjį ketvirtį) iki 4,4 % (trečiąjį ketvirtį). Panašiai sumažėjo ir atlygio per valandą augimas. Priešingai, 2024 m. trečiąjį ketvirtį sutarto darbo užmokesčio augimas padidėjo iki 5,4 % (antrąjį ketvirtį buvo 3,5 %), tačiau ECB turimi į ateitį orientuoti naujausių susitarimų dėl darbo užmokesčio stebėjimo duomenys rodo, kad 2024 m. ketvirtąjį ketvirtį darbo užmokesčio augimo tempas bus lėtesnis¹⁰. Apskritai naujausi darbo užmokesčio pokyčiai rodo, kad vis mažesnis vaidmuo tenka kompensavimui dėl praeityje buvusios didelės infliacijos ir atitinkamo realiojo darbo užmokesčio atsilikimo mažėjimui. 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse numatoma, kad 2024 m. atlygis vienam samdomajam darbuotojui vidutiniškai augs 4,6 %, o 2027 m. sumažės iki 2,8 %. Tačiau numatoma, kad dėl vis dar įtemptų darbo rinkos sąlygų ir vis dar kompensuojamos infliacijos jis tebebus spartesnis už istorinį lygį.

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

11 pav.

BVP defliatoriaus išskaidymas

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



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

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

Dauguma ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių rodiklių siekė apie 2 %, o rinkos duomenimis pagrįsti vidutinio ir ilgesnio laikotarpio infliacijos kompensavimo rodikliai nuo 2024 m. spalio 17 d. įvykusio Valdanciosios tarybos posėdžio pastebimai sumažėjo (žr. 12 pav.).

Tiek 2024 m. ketvirtojo ketvirčio ECB profesionaliųjų prognozuotojų apklausos, tiek 2024 m. gruodžio mėn. atliktos ECB pinigų analitikų apklausos duomenimis, ilgesnio laikotarpio infliacijos lūkesčių vidurkis ir mediana tebebuvo 2 %. Trumpesnio laikotarpio apklausos lūkesčiai dėl 2025 m. taip pat buvo apie 2 %, tačiau jie šiek tiek kito priklausomai nuo naujausių duomenų ir energijos žaliavų kainų pokyčių. Padidėjo rinkos duomenimis pagrįsti trumpo termino infliacijos kompensavimo rodikliai, vertinami pagal su infliacija susietus apsigėitimo sandorius (pagal SVKI, neįskaitant tabako). Tai rodo, kad rinkos dalyviai tikisi, jog metų sandūroje infliacija bus šiek tiek didesnė nei 2 %, 2025 m. sieks maždaug 2 %, o 2026 m. sumažės ir bus šiek tiek mažesnė nei 2 %. 1 m. su infliacija susietų apsigėitimo sandorių palūkanų norma po 1 m. apžvelgiamu laikotarpiu beveik nepakito ir sudarė 1,7 %. Vertinant vidutinės trukmės ir ilgesnio laikotarpio perspektyvą, rinkos duomenimis pagrįsti infliacijos kompensavimo rodikliai šiek tiek sumažėjo – iki maždaug 2 %. Konkrečiai 5 m. su infliacija susietų apsigėitimo sandorių palūkanų norma po 5 m. apžvelgiamu laikotarpiu sumažėjo 5 baziniais punktais, daugiausia dėl mažesnių infliacijos rizikos priedų. Modeliu pagrįstų tikrųjų infliacijos lūkesčių, neįskaitant infliacijos rizikos priedų, įvertiniai taip pat rodo, kad rinkos dalyviai ir toliau tikisi, jog ilgesniu laikotarpiu infliacija sieks apie 2 %. Žvelgiant iš vartotojo perspektyvos, infliacijos lūkesčiai iš esmės nepakito. Remiantis 2024 m. spalio mėn. ECB atlikto vartotojų nuomonės tyrimo duomenimis, bendrosios infliacijos lūkesčių mediana per ateinančius 12 mėnesių šiek tiek padidėjo – iki 2,5 % (rugsėjo mėn. buvo 2,4 %), o lūkesčiai dėl infliacijos po 3 m. nepakito ir sudarė 2,1 %. Infliacijos vertinimas per praėjusius 12 mėnesių dar labiau

sumažėjo ir spalio mėn. sudarė 3,2 %, t. y. nuo 2023 m. rugsėjo mėn. pasiekto aukščiausio lygio (8,4 %) sumažėjo daugiau kaip 5 procentiniais punktais.

12 pav.

Rinkos duomenimis pagrįsti infliacijos kompensavimo ir vartotojų infliacijos lūkesčių rodikliai

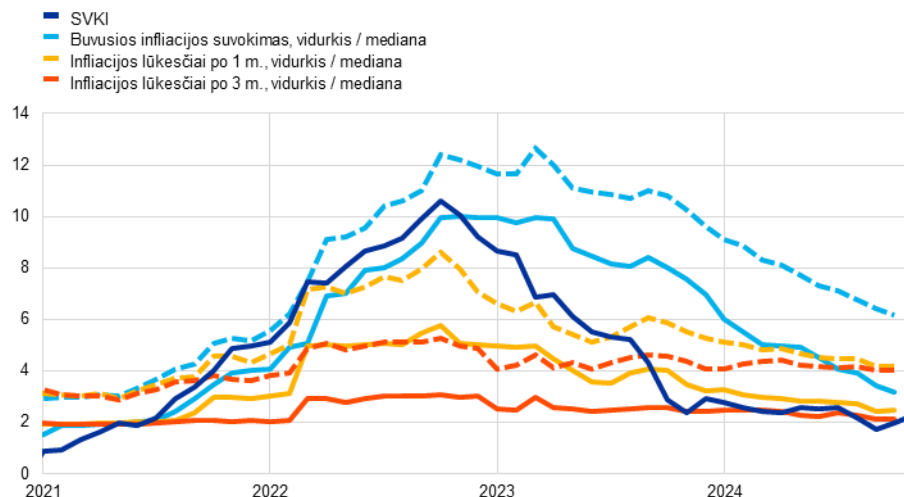
a) Rinkos duomenimis pagrįsti infliacijos kompensavimo rodikliai

(metiniai pokyčiai, procentais)



b) Bendroji infliacija pagal SVKI ir ECB vartotojų nuomonės tyrimas

(metiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: LSEG, Eurostatas, CES ir ECB skaičiavimai.

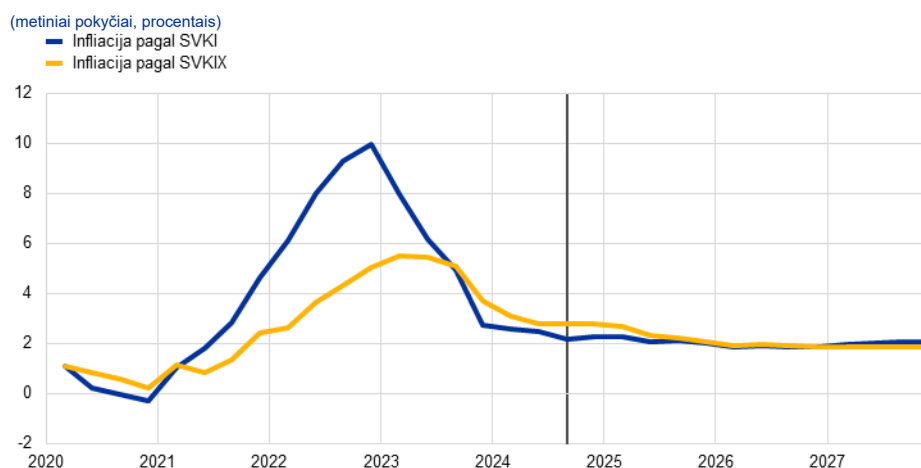
Pastabos: a grafike – su infliacija susietų apsikeitimo sandorių išankstinės palūkanų normos skirtingais laikotarpiais euro zonoje. Vertikali pilka linija – nagrinėjamo laikotarpio pradžia (2024 m. rugsėjo 12 d.). b grafike brūkšninėmis linijomis pavaizduotas vidurkis, o ištisinėmis linijomis – mediana. Naujaisi duomenys – 2024 m. gruodžio 11 d. (išankstinių sandorių palūkanų normos), 2024 m. lapkričio mėn. (išankstinis įvertis, SVKI) ir 2024 m. spalio mėn. (visi kiti rodikliai).

2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse numatoma, kad bendroji infliacija vidutiniškai sudarys 2,4 % (2024 m.) ir toliau mažės iki 2,1 % (2025 m.) ir iki 1,9 % (2026 m.), o 2027 m., pradėjus veikti išplėstai ES apyvartinių taršos leidimų prekybos sistemai, padidės iki 2,1 % dėl priemonių, susijusių su žaliaja pertvarka (žr. 13 pav.). Numatoma, kad 2024 m. paskutinį ketvirtį bendroji infliacija šiek tiek padidės

(daugiausia dėl energijos kainų bazės efektų), o po to vėl ims mažėti. Tikimasi, kad ateinančiais metais ji dar laipsniškai mažės, nes infliacijos kompensavimo spaudimas įtemptomis darbo rinkos sąlygomis toliau slopsta, o dėl to mažėja darbo užmokesčio augimas. Prognozuojamas bendrosios infliacijos padidėjimas 2027 m. daugiausia rodo iš esmės laikiną ES Pasirengimo įgyvendinti 55 % tikslą priemonių rinkinio (konkrečiai naujos apyvartinių taršos leidimų prekybos sistemos (ATLPS2), taikomos pastatų šildymui ir transporto degalams) didinančių poveikį. Palyginti su 2024 m. rugsėjo mėn. prognozėmis, 2024 ir 2025 m. bendrosios infliacijos prognozė buvo šiek tiek sumažinta – 0,1 procentinio punkto, daugiausia dėl netikėtai mažesnių duomenų ir mažesnių naftos ir elektros energijos kainų. Be to, Eurosistemos ekspertai ir toliau tikisi, kad grynoji infliacija sparčiai mažės: nuo 2,9 % (2024 m.) iki 2,3 % (2025 m.) ir 1,9 % (2026 m. ir 2027 m.), pirmiausia dėl mažėjančios paslaugų kainų infliacijos. Palyginti su 2024 m. rugsėjo mėn. prognozėmis, SVKIX infliacijos augimo prognozė 2026 m. sumažinta 0,1 procentinio punkto.

13 pav.

Infliacija pagal SVKI ir SVKIX euro zonoje



Šaltiniai: Eurostatas ir 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai.
 Pastabos: pilka vertikali linija – paskutinis ketvirtis, einantis prieš prognozių laikotarpio pradžią. Naujausi duomenys – 2024 m. trečiojo ketvirčio (faktiniai duomenys) ir 2027 m. ketvirtojo ketvirčio (prognozės). 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai parengtos 2024 m. lapkričio 27 d., o galutinė duomenų, panaudotų techninėms prielaidoms parengti, diena – 2024 m. lapkričio 20 d. Tiek praeities, tiek prognozių duomenys apie infliaciją pagal SVKI ir SVKIX pateikti kas ketvirtį.

4 Finansų rinkų raida

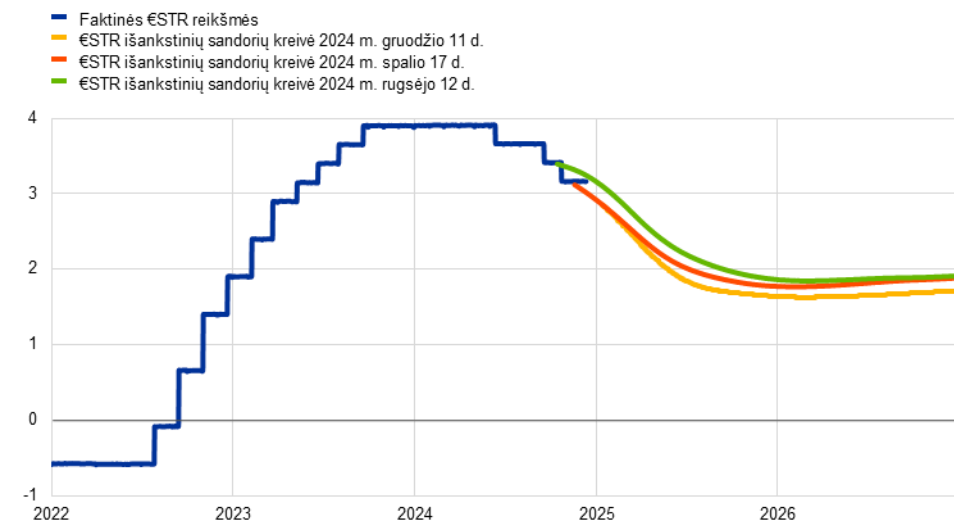
Apžvelgiamu laikotarpiu nuo 2024 m. rugsėjo 12 d. iki gruodžio 11 d. svarbūs finansų rinkos pokyčius nulėmę veiksniai buvo JAV prezidento rinkimų poveikio rinkoje vertinimas ir tebesitęsianti geopolitinė įtampa. Euro zonoje sumažėjo trumpalaikės nerizikingos palūkanų normos, o tai rodo lūkesčius, kad ECB pagrindinės palūkanų normos bus mažinamos daugiau ir sparčiau, kadangi rinkose paskelbti prastesni euro zonos makroekonominiai duomenys. Rinkos sandoriuose buvo visiškai įkainotas gruodžio mėn. Valdančiosios tarybos posėdyje palūkanų normų sumažinimas 25 baziniais punktais. Ilgalaikės nerizikingos palūkanų normos euro zonos šalyse taip pat sumažėjo, daugiausia dėl sumažėjusios realiųjų palūkanų normų dedamosios. Vyriausybės obligacijų pajamingumas sumažėjo mažiau nei nerizikingos apskaitos sandorių palūkanų normos, o kai kuriose šalyse dėl neaiškių politinių ir fiskalinių perspektyvų buvo tam tikrų skirtumų. Apžvelgiamu laikotarpiu akcijų kainos euro zonoje svyravo, o jo pabaigoje buvo šiek tiek didesnės. Apžvelgiamo laikotarpio pradžioje įmonių obligacijų pajamingumo skirtumai sumažėjo, tačiau vėliau ėmė didėti. Užsienio valiutų rinkose euras nuvertėjo JAV dolerio atžvilgiu ir šiek tiek mažiau – užsienio prekybos sverto atžvilgiu.

Po rugsėjo mėn. įvykusio Valdančiosios tarybos posėdžio vienos nakties indeksų apskaitos sandorių (VNIAS) išankstinių sandorių kreivė pasislinko žemyn, nes rinkos dalyviai tikėjosi, kad apskritai bus sparčiau ir daugiau sumažintos pinigų politikos palūkanų normos (žr. 14 pav.). Apžvelgiamu laikotarpiu euro trumpalaikio skolinimosi norma (€STR) vidutiniškai sudarė 3,3 % po to, kai Valdančioji taryba rugsėjo ir spalio mėn. 25 baziniais punktais sumažino indėlių galimybės palūkanų normą. Perteklinis likvidumas nuo rugsėjo 12 d. iki gruodžio 11 d. sumažėjo maždaug 155 mlrd. ir sudarė 2 912 mlrd. eurų. Tai daugiausia lėmė rugsėjo mėn. grąžintos lėšos, pasiskolintos pagal trečiąją tikslinių ilgesnės trukmės refinansavimo operacijų seriją (TITRO III), ir sumažėję pinigų politikos vertybinių popierių portfeliai, nes Eurosistema 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 pandemine pirkimo programą (SPPP) gautas pagrindines sumas. Nuo rugsėjo mėn. Valdančiosios tarybos posėdžio VNIAS išankstinių sandorių kreivė pagal €STR pasislinko žemyn, o tai rodo, kad dėl paskelbtų prastesnių euro zonos makroekonominių duomenų ir JAV rinkimų rezultatų pinigų politikos palūkanų normos gali būti mažesnės. Gruodžio 11 d. rinkos sandoriuose buvo visiškai įkainotas gruodžio mėn. Valdančiosios tarybos posėdyje palūkanų normų sumažinimas 25 baziniais punktais. Kalbant apie ateitį, išankstinių sandorių kreivė pasislinko žemyn: nuo bendro palūkanų normų sumažinimo 123 baziniais punktais (rugsėjo 12 d.) iki 2025 m. birželio mėn. iki bendro palūkanų normų sumažinimo 133 baziniais punktais (gruodžio 11 d.).

14 pav.

€STR išankstinių sandorių palūkanų normos

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: Bloomberg ir ECB skaičiavimai.

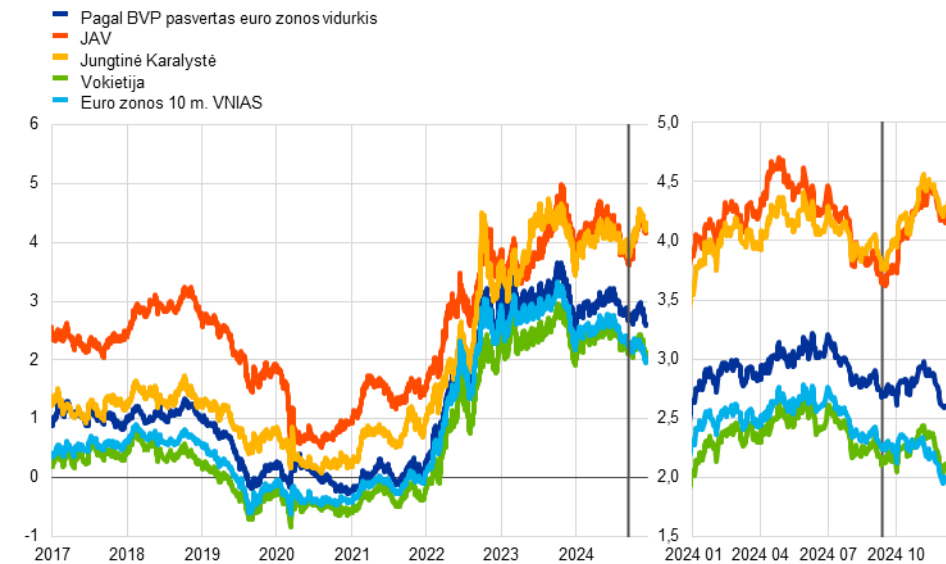
Pastaba: išankstinių sandorių kreivė apskaičiuojama naudojant neatidėliotųjų VNIAS (€STR) normas.

Ilgalaikės nerizikingos palūkanų normos euro zonos šalyse taip pat sumažėjo nuo rugsėjo mėn. Valdančiosios tarybos posėdžio, kitaip nei šios palūkanų normos JAV (žr. 15 pav.). 10 m. euro zonos VNIAS norma sumažėjo 26 baziniais punktais ir apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje sudarė maždaug 2,0 %. Šis ilgalaikių nerizikingų palūkanų normų sumažėjimas daugiausia rodė realiosios palūkanų normos dedamosios sumažėjimą. Vidaus pinigų politikos lūkesčiai ir skelbiami makroekonominiai duomenys darė įtaką euro zonos nerizikingoms palūkanų normoms, o JAV ir pasaulinių sukrėtimų poveikis atsvėrė neigiamą poveikį ilgesnio termino palūkanų normoms. JAV, priešingai, ilgalaikės nerizikingos palūkanų normos gerokai padidėjo apžvelgiamu laikotarpiu, nes jas skatino ir didesnės realiosios palūkanų normos, ir didesnis infliacijos kompensavimas. Pavyzdžiui, 10 m. JAV išdo obligacijų pajamingumas padidėjo maždaug 60 bazinių punktų – iki 4,3 %. Dėl šios priežasties skirtumas tarp 10 m. nerizikingų palūkanų normų euro zonoje ir JAV pakilo 85 baziniais punktais. 10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas Jungtinėje Karalystėje taip pat padidėjo 54 baziniais punktais ir apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje sudarė maždaug 4,3 %.

15 pav.

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

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: LSEG ir ECB skaičiavimai.

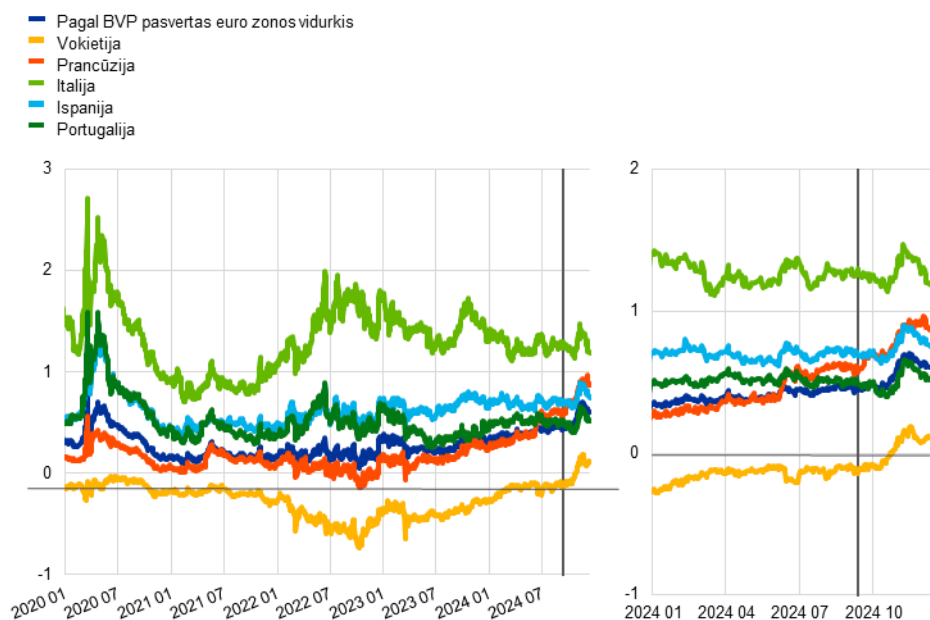
Pastabos: vertikali pilka linija žymi apžvelgiamo laikotarpio pradžią (2024 m. rugsėjo 12 d.). Naujausi duomenys – 2024 m. gruodžio 11 d.

Euro zonos vyriausybės obligacijų pajamingumas sumenko mažiau nei nerizikingos palūkanų normos, o tai lėmė šiek tiek didesnius pajamingumo skirtumus (žr. 16 pav.). Apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje pagal BVP pasvertas euro zonos šalių 10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas buvo maždaug 10 bazinių punktų mažesnis ir sudarė apie 2,6 %, todėl jo skirtumas, palyginti su VNIAS palūkanų norma, padidėjo 15 bazinių punktų. Didelė šio padidėjimo dalis įvyko iki JAV rinkimų ir tęsė 2022 m. prasidėjusią tendenciją. Po rinkimų skirtumas didėjo sparčiau, nes didesnis JAV išdo obligacijų pajamingumas persidavė euro zonos vyriausybės obligacijų rinkoms. Vokietijos 10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumo skirtumas apžvelgiamu laikotarpiu taip pat padidėjo 23 baziniais punktais ir toliau tęsė tendenciją, kuri, be kita ko, rodė mažesnę Eurosistemos turimų obligacijų skaičių. Apžvelgiamu laikotarpiu Vokietijos obligacijų pajamingumo skirtumas tapo teigiamas pirmą kartą nuo 2016 m., o paskelbti priešlaikiniai rinkimai Vokietijoje neturėjo reikšmingo poveikio. Daugiau pakito Prancūzijos 10 m. vyriausybės obligacijų pajamingumas: dėl Prancūzijos fiskalinės perspektyvos neapibrėžtumo jis padidėjo maždaug 5 baziniais punktais ir 30 bazinių punktų padidino skirtumą, palyginti su 10 m. VNIAS norma. Tačiau šalutinis poveikis Graikijai, Ispanijai, Italijai ir Portugalijai buvo ribotas, nes kai kurių šių šalių fiskalinės perspektyvos buvo vertinamos palankiau. Apskritai vyriausybės obligacijų pajamingumo ir VNIAS skirtumas sumažėjo 9 baziniais punktais Italijoje ir padidėjo atitinkamai 4 ir 6 baziniais punktais Portugalijoje ir Ispanijoje.

16 pav.

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

(procentiniais punktais)



Šaltiniai: LSEG ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: vertikali pilka linija – apžvelgiamo laikotarpio pradžia (2024 m. rugsėjo 12 d.). Naujausi duomenys – 2024 m. gruodžio 11 d.

Apžvelgiamo laikotarpio pradžioje įmonių obligacijų pajamingumo skirtumai sumažėjo, o vėliau ėmė didėti iš dalies dėl akcijų rinkų pokyčių. Iki spalio vidurio investicinį reitingą turinčių įmonių obligacijų pajamingumo skirtumai sumažėjo maždaug 10 bazinių punktų, bet vėliau šiek tiek padidėjo. Finansų bendrovių obligacijų pajamingumo skirtumo sumažėjimas buvo didesnis nei ne finansų bendrovių, o pastarųjų obligacijų pajamingumo skirtumai apskritai šiek tiek padidėjo. Didelio pajamingumo obligacijų segmente pajamingumo skirtumai svyravo labiau, ypač nuo spalio vidurio, tačiau apskritai šiek tiek sumažėjo.

Apžvelgiamu laikotarpiu euro zonos akcijų kainos svyravo, o jo pabaigoje buvo šiek tiek didesnės nei per rugsėjo mėn. įvykusį Valdanciosios tarybos posėdį (žr. 17 pav.). Euro zonos akcijų kainoms įtakos turėjo apžvelgiamo laikotarpio pradžioje pastebimai padidėjusi norima prisiimti rizika, tai su kaupu atsivėrė sumažintus pelno lūkesčius. Pablogėjus euro zonos ekonomikos perspektyvoms, kaip rodo, pavyzdžiui, lapkričio mėn. pirkimo vadybininkų indekso duomenys, nuo spalio vidurio toliau mažėjo tikėtinas pelnas. Euro zonos akcijų rinkų indeksai sumažėjo iki apžvelgiamo laikotarpio pradžioje buvusio lygio, o lapkričio pabaigoje vėl pradėjo didėti, taip pat skatinami ir padidėjusios norimos prisiimti rizikos. Apskritai ne finansų bendrovių ir bankų akcijų kainos pakilo atitinkamai 2,5 ir 3,7 %. JAV ne finansų bendrovių ir bankų akcijų kainos padidėjo atitinkamai 9,8 ir 20,6 %.

17 pav.

Euro zonos ir JAV akcijų kainų indeksai

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



Šaltiniai: LSEG ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: vertikali pilka linija – apžvelgiamo laikotarpio pradžia (2024 m. rugsėjo 12 d.). Naujausi duomenys – 2024 m. gruodžio 11 d.

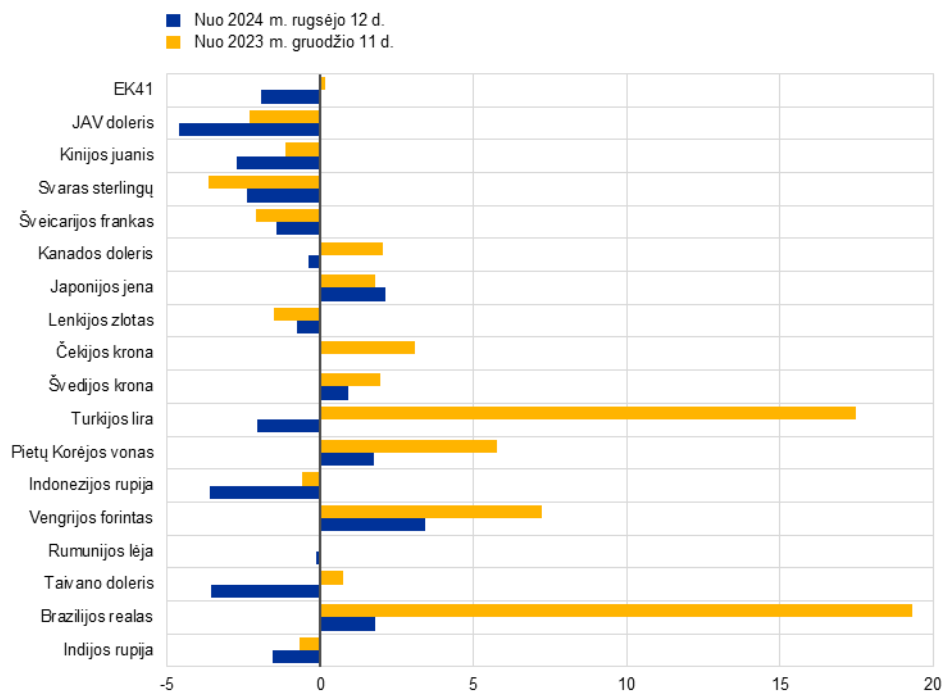
Užsienio valiutų rinkose euras nuvertėjo 4,6 % JAV dolerio atžvilgiu ir 2,0 % užsienio prekybos sverto atžvilgiu (žr. 18 pav.).

Apžvelgiamu laikotarpiu euro nominalusis efektyvusis kursas 41 svarbiausios euro zonos prekybos partnerės valiutų atžvilgiu sumažėjo 2,0 %. Euras taip pat nuvertėjo JAV dolerio atžvilgiu (4,6 %), o tai daugiausia lėmė lapkričio pradžioje padidėję rinkos dalyvių lūkesčiai dėl JAV federalinio rezervo sistemos pinigų politikos palūkanų normų po JAV prezidento rinkimų, taip pat lūkesčiai dėl galimų JAV prekybos, reguliavimo ir fiskalinės politikos pokyčių. Euras nuvertėjo 2,4 % svaro sterlingų ir 1,4 % Šveicarijos franko, taip pat kai kurių besiformuojančių rinkų valiutų atžvilgiu, o tai rodė rinkos dalyvių nuomonės apie santykinės atitinkamos šalies ekonomikos perspektyvas pokyčius. Euras pabrango Japonijos jenos atžvilgiu (2,1 %), nes pastaroji vėl pradėjo nuvertėti Japonijoje, palyginti su kitomis išsivysčiusios ekonomikos šalimis, nuolat mažėjant pinigų politikos palūkanų normoms.

18 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. gruodžio 11 d. galiojusiais užsienio valiutų kursais.

5 Finansavimo sąlygos ir kredito raida

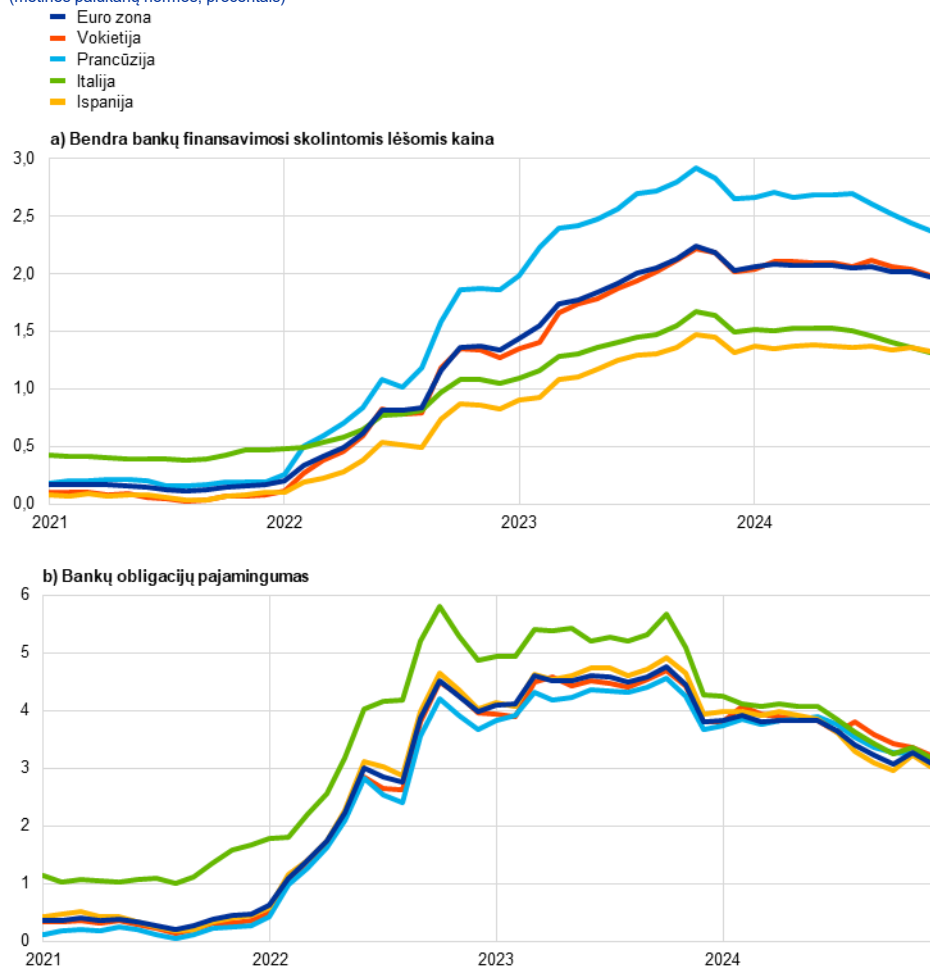
Dėl pastarojo meto ir numatomo tolesnio ECB pinigų politikos palūkanų normų mažinimo po truputį pinga skolinimas įmonėms ir namų ūkiams. 2024 m. spalio mėn. bankų finansavimo sąnaudos ir bankų paskolų palūkanų normos toliau mažėjo nuo pasiekto aukščiausio lygio, nors finansavimo sąlygos tebebuvo griežtos. Spalio mėn. vidutinės naujų paskolų įmonėms ir būsto paskolų palūkanų normos sumažėjo atitinkamai 4,7 ir 3,6 %. Paskolų įmonėms ir namų ūkiams augimas tebebuvo nedidelis, o tai rodo lėtą ekonomikos augimą ir vis dar griežtus kredito standartus. Nuo 2024 m. rugsėjo 12 d. iki gruodžio 11 d. sumažėjo bendrovių išlaidos, susijusios tiek su finansavimu rinkoje skolintomis lėšomis, tiek su nuosavo kapitalo sąnaudomis, o tai sutapo su ilgalaikės nerizikingos palūkanų normos ir nuosavo kapitalo rizikos priedo sumažinimu. Naujausioje Įmonių apklausoje dėl galimybių gauti finansavimą (SAFE) įmonės nurodė, kad 2024 m. trečiąjį ketvirtį bankų paskolų prieinamumas iš esmės nepakito ir tik nedaugelis jų tikėjosi, kad 2024 m. ketvirtį ketvirtį jis pagerės. Pinigų kiekio (P3) metinis augimo tempas, kuris buvo labai sulėtėjęs, tebespartėjo, o grynosios užsienio įplaukos ir toliau buvo pagrindinis augimo veiksnys.

Euro zonos bankų finansavimo sąnaudos sumažėjo nuo pasiekto aukščiausio lygio, o tai rodo neseniai ECB sumažintas pinigų politikos palūkanų normas ir numatomą palūkanų normų raidą. 2024 m. spalio mėn. euro zonos bankų sudėtinė finansavimo skolintomis lėšomis kaina šiek tiek sumažėjo ir sudarė 2,0 % (žr. 19 pav. a grafiką). Bankų finansavimo sąnaudų mažėjimą daugiausia lėmė sumažėjęs bankų obligacijų pajamingumas (žr. 19 pav. b grafiką) dėl mažėjančių ilgesnio laikotarpio nerizikingų palūkanų normų. Tačiau bankų finansavimo sąnaudos tebebuvo didelės dėl finansavimo perskirstymo į brangesnius šaltinius. 2024 m. trečiąjį ketvirtį vidutinės indėlių palūkanų normos sumažėjo nedaug, o spalio mėn. sudėtinė indėlių palūkanų norma buvo 1,3 %. Terminuotųjų indėlių palūkanų normos sumažėjo labiau nei vienadienių ir įspėjamojo laikotarpio indėlių – jų palūkanų normos per tą laikotarpį sumažėjo tik šiek tiek.

19 pav.

Sudėtinės bankų paskolų palūkanų normos kai kuriose euro zonos šalyse

(metinės palūkanų normos, procentais)



Šaltiniai: ECB, S&P Dow Jones Indices LLC ir (arba) jos susijusios įmonės bei 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 ir įspėjamojo laikotarpio indėlių vidurkis. Bankų obligacijų pajamingumas – pirmaeilų obligacijų mėnesio vidurkis. Naujausi duomenys – 2024 m. spalio mėn. (sudėtinės bankų paskolų palūkanų normos) (žr. a grafiką) ir 2024 m. gruodžio 11 d. (bankų obligacijų pajamingumas) (žr. b grafiką).

Bankų skolinimo įmonėms ir namų ūkiams palūkanų normos toliau mažėjo, tačiau finansavimo sąlygos tebėra griežtos.

Pastaraisiais mėnesiais skolinimo įmonėms ir namų ūkiams palūkanų normos mažėjo ir prisidėjo prie laipsniško skolinimo atsigavimo (žr. 20 pav.). 2024 m. spalio mėn. naujų paskolų ne finansų bendrovėms palūkanų normos sumažėjo 22 baziniais punktais ir sudarė 4,68 %, t. y. buvo maždaug 60 bazinių punktų mažesnės už 2023 m. spalio mėn. pasiektą aukščiausią lygį (žr. 20 pav. a diagramą), nors buvo tam tikrų skirtumų tarp euro zonos šalių ir skirtingų terminų paskolų. Spalio mėn. mažų ir didelių paskolų įmonėms palūkanų normų skirtumas vėl sumažėjo ir sudarė 0,34 %, t. y. buvo artimas 2024 m. vasarą pasiektam žemiausiam lygiui. Lyginant skirtingo termino paskolas, labiausiai sumažėjo paskolų su vidutiniu fiksavimo laikotarpiu (nuo 1 iki 5 metų) palūkanų normos. Spalio mėn. naujų paskolų namų ūkiams būstui įsigyti palūkanų normos buvo 3,55 %, t. y. sumažėjo, palyginti su rugsėjo mėn. (3,64 %), ir dabar jos yra maždaug 50 bazinių punktų mažesnės už 2023 m. lapkričio mėn.

pasiektą aukščiausią lygį (žr. 20 pav. b grafiką), tačiau skiriasi įvairiose šalyse. Sumažėjo visų fiksavimo laikotarpių palūkanų normos ir atitiko rinkų palūkanų normas, o būsto paskolos su kintamosiomis palūkanų normomis ir toliau buvo brangesnės už paskolas, suteiktas taikant fiksuotąsias palūkanų normas.

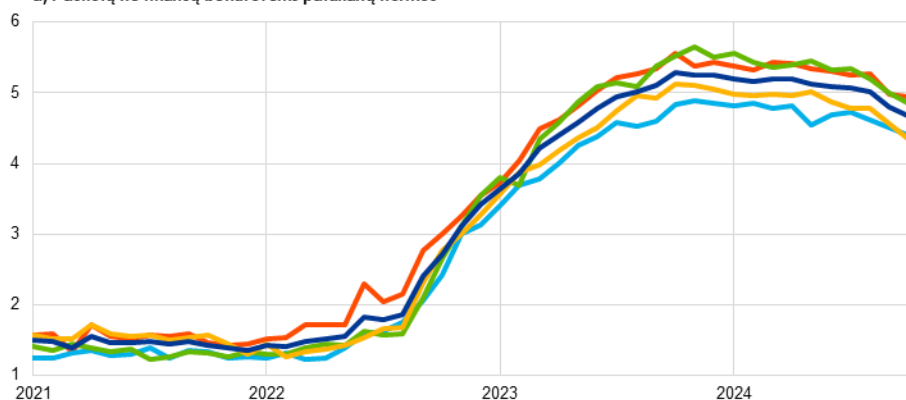
20 pav.

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

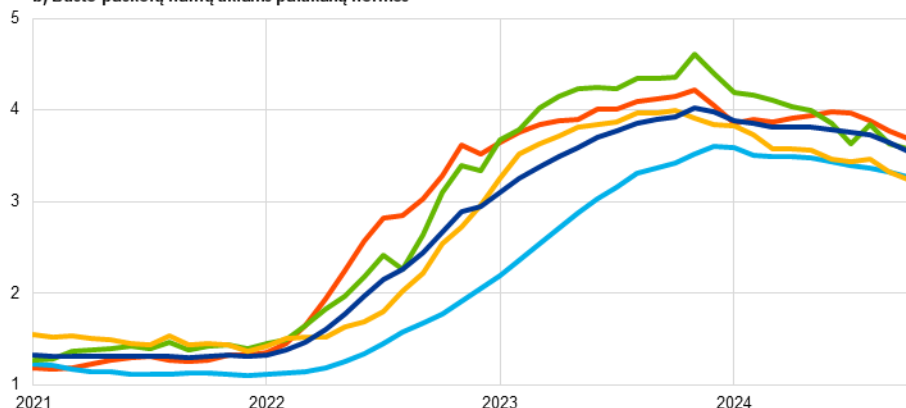
(metinės palūkanų normos, procentais)

- Euro zona
- Vokietija
- Prancūzija
- Italija
- Ispanija

a) Paskolų ne finansų bendrovėms palūkanų normos



b) Būsto paskolų namų ūkiams palūkanų normos



Šaltiniai: ECB ir ECB skaičiavimai.

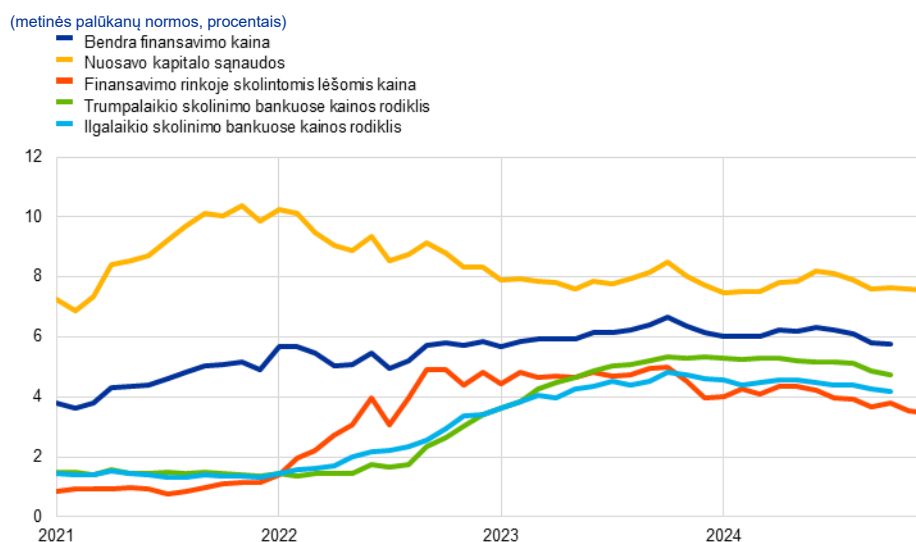
Pastabos: sudėtinės bankų paskolų palūkanų normos apskaičiuojamos agreguojant trumpalaikes ir ilgalaikes palūkanų normas, taikant naujų sandorių sumų 24 mėn. stankųji vidurkį. Naujausi duomenys – 2024 m. spalio mėn.

Nuo 2024 m. rugsėjo 12 d. iki gruodžio 11 d. sumažėjo bendrovių išlaidos, susijusios tiek su finansavimu rinkoje skolintomis lėšomis, tiek su nuosavo kapitalo sąnaudomis. Remiantis mėnesiniais duomenimis iki spalio mėn., ne finansų bendrovių bendra finansavimo kaina, t. y. sudėtinė skolinimosi iš bankų, rinkoje pasiskolintų lėšų ir nuosavo kapitalo savikaina, spalio mėn., palyginti su ankstesniu mėnesiu, nepakito ir sudarė 5,8 %, t. y. tebebuvo mažesnė už 2023 m.

spalio mėn. pasiektą daugelio metų aukščiausią lygį (žr. 21 pav.)¹¹. Nors tą mėnesį nuosavo kapitalo finansavimo kaina beveik nepakito, šiek tiek padidėjusią finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kainą visiškai atsvėrė sumažėjusi bankų skolinimosi kaina. Iš dienos duomenų matyti, kad nuo 2024 m. rugsėjo 14 d. iki gruodžio 11 d. sumažėjo tiek finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis, tiek nuosavo kapitalo finansavimo kaina. Finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kainos mažėjimą lėmė reikšmingas vienos nakties indeksų apskaitimo sandorių (VNIAS) kreivės smukimas, apėmęs skolos priemones, kurių terminas ne ilgesnis kaip penkiolika metų, nepaisant to, kad šiek tiek padidėjo ne finansų bendrovių išleistų investicinio lygio obligacijų pajamingumo skirtumai. Nuosavo kapitalo finansavimo kainos sumažėjimą lėmė tiek mažesnis nuosavo kapitalo rizikos priedas, tiek sumažėjusi ilgalaikė nerizikinga palūkanų norma, apytikriai apskaičiuota pagal 10 m. VNIAS normą.

21 pav.

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



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 vidurkio duomenys), finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kainos ir nuosavo kapitalo sąnaudų (mėnesio pabaigos duomenys) svartinis vidurkis, remiantis jų atitinkamais likučiais. Naujaisi duomenys – 2024 m. gruodžio 11 d. (finansavimo rinkoje skolintomis lėšomis kaina, dienos duomenų mėnesinis vidurkis) ir 2024 m. spalio mėn. (bendra finansavimosi kaina ir skolinimosi iš bankų kaina, mėnesiniai duomenys).

Bankų paskolų įmonėms ir namų ūkiams augimo tempas tebebuvo nedidelis, o tai rodo lėtą ekonomikos augimą ir vis dar griežtus kredito standartus. Buvęs vangus bankų skolinimas įmonėms nuosekliai didėjo ir 2024 m. spalio mėn. pasiekė 1,2 % (rugsėjo mėn. buvo 1,1 %) (žr. 22 pav. a grafiką). Spalio mėn. įmonių skolinimosi augimas tebesudarė 1,6 %, nes teigiamas įmonių grynasis skolos vertybinių popierių išleidimas nevisiškai atsvėrė vangų bankų skolinimą. Pagerėjus trumpalaikiai dinamikai, paskolų namų ūkiams metinis augimo tempas padidėjo nuo 0,7 % (rugsėjo mėn.) iki 0,8 % (spalio mėn.) (žr. 22 pav. b grafiką). Anksčiau mažėjęs, būsto paskolų teikimas stabilizavosi ir matyti pirmieji atsigavimo ženklai.

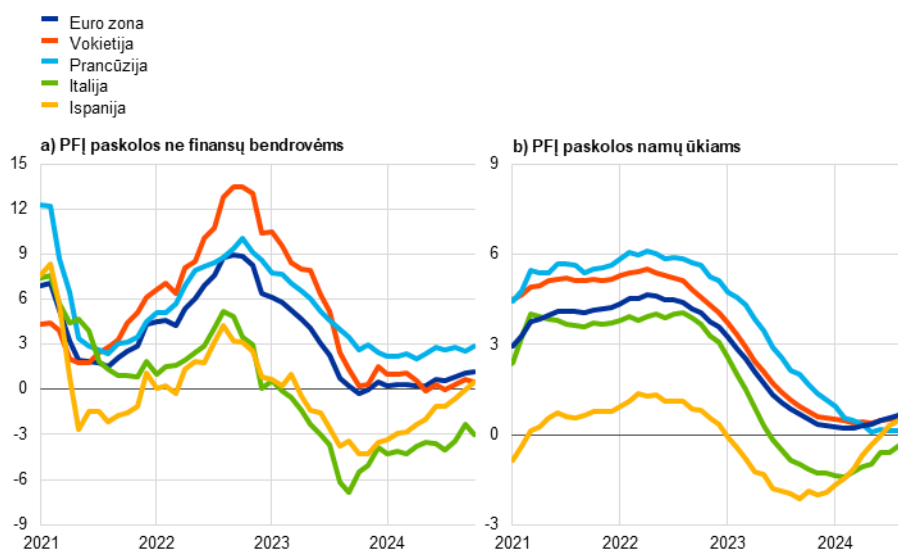
¹¹ Dėl vėluojančių duomenų apie skolinimosi iš bankų sąnaudas duomenys apie ne finansų bendrovių bendrą finansavimo kainą pateikiami tik iki 2024 m. spalio mėn.

Spalio mėn. taip pat sparčiau didėjo vartojimo paskolos, o paskolų kitiems tikslams teikimas vis dar mažėja, nors ir lėtėjančiu tempu. Iš 2024 m. spalio mėn. ECB atlikto [vartotojų lūkesčių tyrimo](#) matyti, kad vartojimo paskolų augimą lėmė mažesnes pajamas gaunantys namų ūkiai. Be to, namų ūkių, manančių, kad gauti kreditą yra sunkiau, dalis tebėra didesnė už namų ūkių, manančių, kad gauti kreditą yra lengviau, dalį (+14 % rugsėjo mėn.).

22 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. spalio mėn.

Įmonių apklausoje dėl galimybių gauti finansavimą (SAFE) įmonės nurodė, kad 2024 m. trečiąjį ketvirtį bankų paskolų prieinamumas iš esmės nepakito ir tik nedaugelis jų tikėjosi teigiamo pokyčio ketvirtąjį ketvirtį (žr. 23 pav.). 2024 m. trečiąjį ketvirtį įmonių, nurodžiusių, kad bankų paskolų prieinamumas pagerėjo, grynoji dalis sudarė 1 %, ankstesnį ketvirtį – 2 %. Šį nedidelį grynosios dalies sumažėjimą, palyginti su ankstesniu ketvirčiu, lėmė didelės įmonės, o mažosios ir vidutinės įmonės (MVĮ) nepranešė apie jokių pokyčių. Įmonių, kurios tikėjosi, kad 2024 m. ketvirtąjį ketvirtį galimybės gauti banko paskolas pagerės, grynoji dalis sudarė 2 %. Nors grynoji dalis MVĮ nesitiki, kad paskolų prieinamumas keisis, didelės įmonės tikėjosi, kad išorės finansavimas (finansavimas paskolomis) gerės.

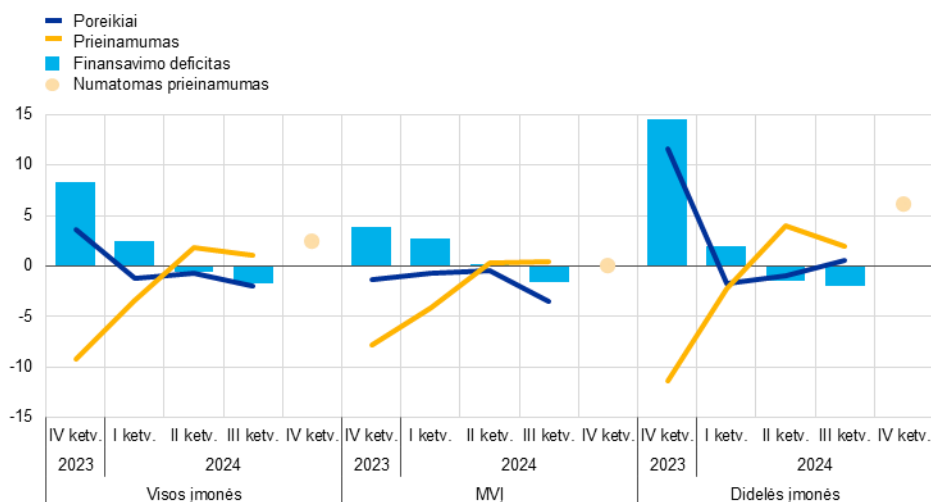
Įmonės taip pat nurodė, kad bankų paskolų poreikis šiek tiek sumažėjo.

2024 m. trečiąjį ketvirtį įmonių, daugiausia MVĮ, nurodžiusių mažesnę bankų paskolų poreikį, grynoji dalis sudarė 2 %, o nedidelė grynoji dalis didelių įmonių nurodė padidėjusį poreikį. Dėl to grynoji įmonių, kurių bankų paskolų finansavimo deficitas, t. y. įvertintas poreikių pokyčio ir prieinamumo skirtumas, buvo neigiamas, dalis sudarė 2 %, ir šis deficitas buvo panašus tiek MVĮ, tiek didelių įmonių atveju. Nors labai nedidelį neigiamą finansavimo deficitą didelės įmonės nurodė jau 2024 m. antrąjį ketvirtį, MVĮ atveju iki trečiojo ketvirčio nebuvo jokių požymių.

23 pav.

Euro zonos įmonių bankų paskolų poreikių pokyčiai, esamas ir numatomas prieinamumas bei finansavimo deficitas

(respondentai, procentų skirtumas)



Šaltiniai: Įmonių apklausa dėl galimybių gauti finansavimą (SAFE) ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: MVĮ – mažosios ir vidutinės įmonės. Procentų skirtumas – įmonių, kurios pranešė apie bankų paskolų prieinamumo (atitinkamai poreikių ir numatomo prieinamumo) padidėjimą, ir įmonių, kurios pranešė apie prieinamumo sumažėjimą, dalies (procentais) skirtumas per paskutinius tris mėnesius. Finansavimo deficito rodiklis apima ir finansavimo poreikius, ir bankų paskolų prieinamumą įmonių lygmeniu. Jei poreikis didėja (mažėja), o prieinamumas mažėja (didėja), suvokiama finansavimo deficito pokyčio rodiklio reikšmė yra 1 (-1). Jei įmonės suvokia tik vienus finansavimo deficito padidėjimą (sumažėjimą), kintamajam priskiriama reikšmė yra 0,5 (-0,5). Teigiama rodiklio reikšmė rodo, kad finansavimo deficitas didėja. Skaičiuojant svertinį grynųjų likutį procentais, reikšmės dauginamos iš 100. Duomenys susiję su 29–32 SAFE etapais (nuo bandomojo etapo 2023 m. spalio–gruodžio mėn. iki 2024 m. birželio–rugsėjo mėn.).

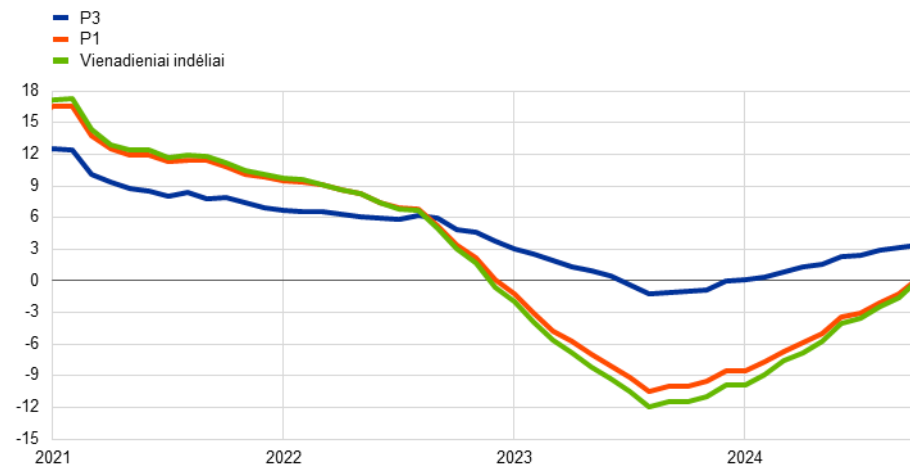
Pinigų kiekio (P3) metinis augimo tempas euro zonoje toliau spartėjo, o grynosios užsienio įplaukos ir toliau buvo pagrindinis pinigų kūrimo veiksnys.

Metinis P3 augimas 2024 m. spalio mėn. padidėjo iki 3,4 %, rugsėjo mėn. buvo 3,2 % (žr. 24 pav.). Metinis pinigų bazės (P1), kurią sudaro P3 likvidusis turtas, augimas tapo teigiamas pirmą kartą nuo 2022 m. gruodžio mėn. ir spalio mėn. sudarė 0,2 % (rugsėjo mėn. buvo -1,3 %). Metinis vienadienių indėlių, P1 sudedamoji dalis, augimo tempas didėjo ir spalio mėn. sudarė 0,1 % (rugsėjo mėn. buvo -1,6 %). Užsienio įplaukos ir toliau buvo pagrindinis pinigų kūrimo šaltinis, kurį daugiausia lėmė didelis euro zonos einamosios sąskaitos perviršis. Nors bankų grynųjų valdžios sektoriaus skolos pirkimai taip pat reikšmingai prisidėjo prie pinigų augimo, skolinimo namų ūkiams ir įmonėms indėlis vis dar buvo nedidelis. Tačiau neigiamą poveikį pinigų kūrimui turėjo toliau mažėjantis Eurosistemos balansas ir bankų išleistos ilgalaikės obligacijos (kurios nėra įtraukiamos į P3), iki 2024 m. pabaigos pamažu nutraukiant tikslių ilgnesnės trukmės refinansavimo operacijų (TITRO) finansavimą.

24 pav.

P3, P1 ir vienadieniai indėliai

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



Šaltinis: ECB.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. spalio mėn.

6 Fiskalinė raida

Remiantis 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, numatoma, kad euro zonos šalių valdžios sektoriaus biudžeto deficitai sumažės nuo 3,6 (2023 m.) iki 3,2 % BVP (2024 m.) ir vėliau labai po truputį sumažės iki 2,9 % (2027 m.). Euro zonos fiskalinės politikos pozicija iš esmės atitiks šią tendenciją – prognozuojama, kad 2024 m. ji labai sugriežtės, vėliau tiek 2025, tiek 2026 m. griežtės nedaug, o 2027 m. vėl labiau griežtės. Tačiau fiskalinės politikos prielaidas ir prognozes gaubia neįprasto lygio neapibrėžtumai¹². 2024 m. fiskalinės politikos pozicijos griežtinimą daugiausia lėmė tai, kad pamažu atsisakoma didelės dalies su energetika ir infliacija susijusių paramos priemonių, taip pat stiprūs nediskretiniai veiksniai, ypač dideli pajamų pokyčiai. Palyginti didelis fiskalinės politikos griežtinimas 2027 m. pirmiausia susijęs su prielaidomis dėl mažesnių viešųjų išlaidų, pasibaigus finansavimui dotacijomis pagal priemonę „Next Generation EU“ (NGEU). Prognozuojama, kad jau ir dabar didelis euro zonos skolos ir BVP santykis po truputį dar didės ir prognozių laikotarpiu pabaigoje stabilizuosis, priartėjęs prie 89 % lygio. Dėl fiskalinės politikos pažymėtina, kad, lapkričio 26 d. paskelbdama rudens dokumentų rinkinį, Europos Komisija pradėjo pirmąjį politikos koordinavimo ciklą pagal naująją ekonomikos valdymo sistemą. Vyriausybės dabar turėtų sutelkti dėmesį į tai, kad jų įsipareigojimai pagal šią sistemą būtų įgyvendinti visapusiškai ir nedelsiant. Tai padėtų tvariai sumažinti biudžetų deficitus ir skolos rodiklius, kartu pirmenybę teikiant augimą skatinančioms reformoms ir investicijoms.

2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėse prognozėse numatoma, kad prognozių laikotarpiu euro zonos valdžios sektoriaus biudžeto balansas turėtų po truputį gerėti (žr. 25 pav.)¹³. Nors 2022 ir 2023 m. euro zonos biudžeto deficitai nepakito ir sudarė 3,6 % BVP, numatoma, kad 2024 m. jis sumažės iki 3,2 %, o vėliau kasmet mažės po 0,1 procentinio punkto ir 2027 m. bus 2,9 %. Prognozuojama raida iš esmės atitinka nuosekliai gerėjantį, bet vis dar neigiamą pagal ciklą pakoreguotą pirminį balansą prognozių laikotarpiu. Tačiau tai iš dalies kompensuos pamažu per visą laikotarpį didėjančios palūkanų išlaidos, nes joms iš lėto persiduoda ankstesnio palūkanų normų didinimo poveikis, atsižvelgiant į ilgus valstybės skolos priemonių likutinius terminus. Ciklinis veiksnys ir toliau bus labai nedidelis ir neigiamas iki 2027 m., o vėliau taps šiek tiek teigiamas. Palyginti su 2024 m. rugsėjo mėn. ECB ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, biudžeto balanso 2024 ir 2025 m. prognozė šiek tiek padidinta, o 2026 m. – nepakeista.

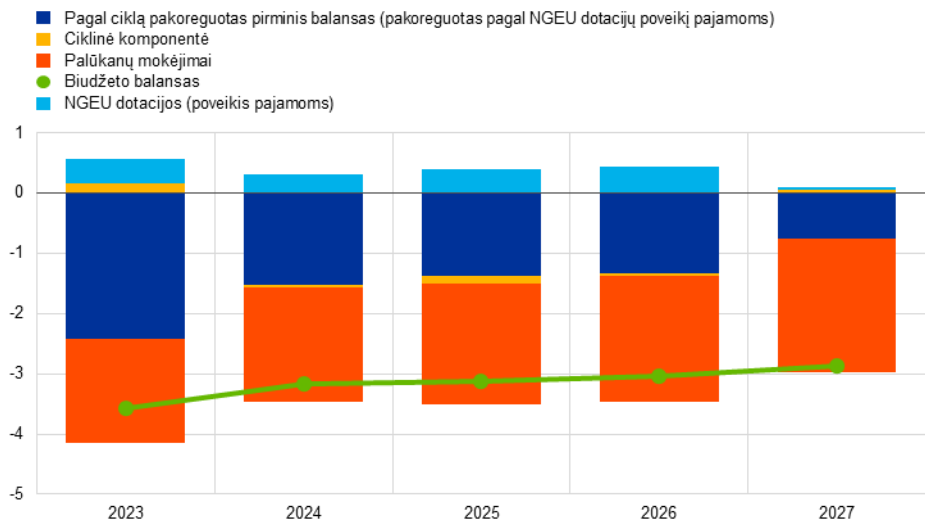
¹² Atsižvelgiant į esamą politinę padėtį, kai kurių didelių euro zonos šalių fiskaliniai planai dar nebaigti rengti arba jau yra pasenę. Pavyzdžiui, Prancūzijos pagrindinio scenarijaus fiskalinės politikos prielaidos ir prognozės grindžiamos buvusio ministro pirmininko Michel Barnier vyriausybės 2025 m. biudžeto ir vidutinio laikotarpio fiskalinių planų vertinimu. Gruodžio 4 d. Prancūzijos parlamentas priėmė pasiūlymą dėl nepasitikėjimo vyriausybe ir jos fiskaliniiais planais, tad nėra aišku, kokių pasekmių tai turės 2025 m. biudžetui. Daugelyje šalių pagrindiniam scenarijui rizika taip pat kyla dėl to, kad gali prireikti papildomų priemonių (nors jos dar konkrečiai neapibrėžtos), kad būtų laikomasi peržiūrėtos ES fiskalinės sistemos reikalavimų.

¹³ Žr. 2024 m. gruodžio 12 d. ECB interneto svetainėje paskelbtas „2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai“.

25 pav.

Biudžeto balansas ir jo struktūra

(procentais, palyginti su BVP)



Šaltiniai: ECB skaičiavimai ir 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zoniui.
Pastaba: pateikti bendri 20 euro zonos šalių valdžios sektoriaus duomenys.

Prognozuojama, kad euro zonos fiskalinės politikos pozicija 2024 m. gerokai sugriežtės, o pasibaigus priemonei NGEU griežtės ir 2027 m.¹⁴ Metinis pagal ciklą pakoreguoto pirminio balanso pokytis, pakoreguotas pagal šalims suteiktas

priemonės NGEU dotacijas, rodo, kad 2024 m. fiskalinė politika euro zonoje gerokai sugriežtės (0,9 procentinio punkto BVP). Didžiausią įtaką tam turės tai, kad pamažu atsisakoma didelės dalies su energetika ir infliacija susijusių vyriausybės taikytų paramos priemonių, taip pat stiprūs nediskretiniai veiksniai, rodantys didelius pajamų pokyčius kai kuriose šalyse. Prognozuojama, kad ateinančiais metais fiskalinės politikos pozicija griežtės toliau, nors 2025 ir 2026 m. – tik labai nedaug. Numatoma, kad 2025 m. diskretinių priemonių poveikį griežtinimui kompensuos dinamiškos viešosios investicijos ir fiskaliniai pervedimai, o 2026 m. sumažėjusios diskretinės priemonės griežtinimą skatins. 2027 m. pasibaigus priemonei NGEU, fiskalinės politikos pozicija sugriežtės daug labiau – 0,6 procentinio punkto BVP, daugiausia dėl numatomų mažesnių viešųjų investicijų ir fiskalinių pervedimų, anksčiau finansuotų priemonės NGEU dotacijomis. Atsižvelgiant į tai, suminis fiskalinės politikos pozicijos griežtinimas 2024–2027 m. prognozių laikotarpiu sudarys 1,7 procentinio punkto BVP. Tačiau apskritai, atsižvelgiant į didelę nuo pandemijos suteiktą fiskalinės paramos sumą, bendra 2020–2027 m. fiskalinės politikos pozicija tebėra itin skatinamojo pobūdžio.

Prognozuojama, kad jau dabar didelis euro zonos skolos ir BVP santykis po truputį dar didės ir stabilizuosis prognozių laikotarpio pabaigoje (žr. 26 pav.).

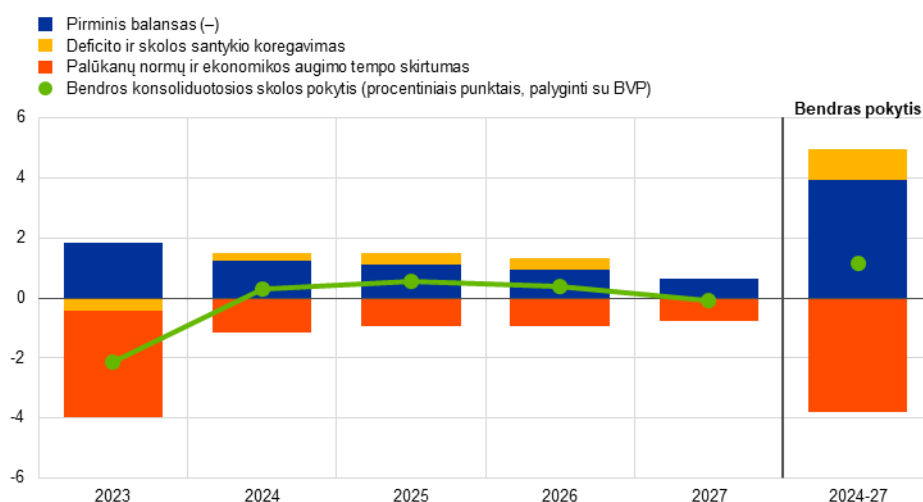
¹⁴ Fiskalinės politikos pozicija parodo ekonomikos fiskalinio skatinimo kryptį ir mastą, apimančius daugiau nei automatinių viešųjų finansų reakciją į ekonomikos ciklą. Čia ji vertinama kaip pagal ciklą pakoreguoto pirminio balanso rodiklio, atėmus valstybės paramos finansų sektoriui įtaką, pokytis. Kadangi su priemone 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 fiskalinės politikos poziciją žr. straipsnyje „The euro area fiscal stance“, *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2016.

Per pandemiją skolos santykis reikšmingai padidėjo – iki maždaug 97 % (2020 m.), bet vėliau ėmė po truputį mažėti. Remiantis 2024 m. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominėmis prognozėmis, matyti, kad šio rodiklio gerėjimo tendencija baigiasi. Dabar numatoma, kad skolos rodiklis nuo 87,4 % (2023 m.) po truputį didės ir priartės prie 88,7 % (2027 m.). Jo didėjimą prognozių laikotarpiu skatina vis dar esantys pirminiai deficitai ir numatomi teigiami deficito ir skolos santykio koregavimai, kuriuos tik iš dalies kompensuos palankūs (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. gruodžio mėn. Eurosistemos ekspertų makroekonominės prognozės euro zonai.
Pastaba: pateikti bendri 20 euro zonos šalių valdžios sektoriaus duomenys.

Lapkričio 26 d. paskelbusi rudens dokumentų rinkinį, Europos Komisija pradėjo pirmąjį politikos koordinavimo ciklą pagal naująją ekonomikos valdymo sistemą.

Į šį dokumentų rinkinį įtrauktas Komisijos parengtas pirmųjų vidutinio laikotarpio fiskalinių struktūrinių planų, kuriuos ES valstybės narės pateikė pagal balandžio 30 d. įsigaliojusią naująją valdymo sistemą, įvertinimas. Į jį taip pat įtrauktas Komisijos parengtas euro zonos šalių 2025 m. biudžeto planų projektų įvertinimas. Tačiau savo biudžeto planus, daugiausia dėl vykstančių rinkimų ciklų, Komisijai pateikė ne visos euro zonos šalys¹⁵. Be to, atsižvelgiant į kai kuriose šalyse vykusių politinius pokyčius, kai kurių jų biudžeto planų projektai jau yra pasenę. Nepaisant to, vyriausybės dabar turėtų sutelkti dėmesį į tai, kad jų įsipareigojimai pagal šią sistemą būtų įgyvendinti visapusiškai ir nedelsiant. Tai padėtų tvariai sumažinti biudžetų deficitus ir skolos rodiklius, kartu pirmenybę teikiant augimą skatinančioms reformoms ir investicijoms. Siekiant, kad ekonomika taptų našesnė, konkurencingesnė ir atsparesnė, taip pat labai svarbu, vykdant konkrečią ir plataus užmojo struktūrinę politiką, skubiai imtis tolesnių veiksmų dėl Mario Draghi

¹⁵ Belgija, Vokietija, Lietuva ir Austrija nepateikė savo vidutinio laikotarpio fiskalinių struktūrinių planų, o biudžeto planų projektų nepateikė Belgija, Ispanija ir Austrija.

pasiūlymų dėl Europos konkurencingumo didinimo ir Enrico Letta pasiūlymų, kaip įgalinti bendrąją rinką¹⁶

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

Intarpai

1 Kas lemia JAV akcijų kainų atsparumą – rinkos struktūra, pelno lūkesčiai ar nuosavo kapitalo rizikos priedai?

Parengė Magdalena Grothe, Ana-Simona Manu ir Toma Tomov

Nuo 2023 m. pradžios kylančios JAV akcijų kainos lėmė padidintą bendrovių, ypač priklausančių „Nuostabiam septynetui“, vertę. Nepaisant JAV federalinio rezervų sistemos pinigų politikos griežtinimo ir daugelio geopolitinių sukrėtimų, JAV akcijų kainos pakilo beveik 60 %. Kiekvieną 2024 m. ketvirtį buvo stebima daugiau kaip 20 % metinė grąža (žr. A pav. a grafiką). Geriausių rezultatų pasiekusių bendrovių – didžiųjų technologijų bendrovių *Alphabet*, *Amazon*, *Apple*, *Meta*, *Microsoft*, *Nvidia* ir *Tesla*, dažnai vadinamų „Nuostabiuoju septynetu“, – nuosavo kapitalo grąža gerokai lenkė kitų bendrovių grąžą ir 2023 m. padidėjo apie 75, o 2024 m. – 45 %. Dėl to jų vertinimas pagal kainos ir pelno vienai akcijai rodiklį padidėjo iki maždaug 30, t. y. gerokai viršijo S&P 500 bendrovių medianą – 20, ir ilgalaikę medianą – 17 (žr. A pav. b grafiką)¹. Nors pastaruoju metu daugumos S&P 500 bendrovių grąža nebuvo tokia didelė kaip prieš 25 metus technologijų bendrovių dominuojamo *Nasdaq* indekso grąža, šiuos pokyčius derėtų įvertinti atsižvelgiant į interneto bendrovių išpopuliarėjimo laikotarpio (angl. *dot-com period*) patirtį. Kaip ir tuo laikotarpiu, kurį skatino visuotinis entuziazmas dėl interneto, taip ir dabartinius technologijų bendrovių rinkos rezultatus lemia didelis optimizmas dėl naujų technologijų, pavyzdžiui, dirbtinio intelekto (DI). Todėl analitikai ir žiniasklaidos apžvalgininkai nagrinėja šių dviejų laikotarpių panašumus ir skirtumus². Atsižvelgiant į tai, šiame intarpe nušviečiami JAV akcijų rinkos atsparumo veiksniai, aptariant rinkos struktūros, pelno lūkesčių ir nuosavo kapitalo rizikos priedų vaidmenį.

Rinkos kapitalizacija šiuo metu yra daug labiau koncentruota, nei buvo anksčiau, taip pat ir interneto bendrovių burbulo laikotarpiu. Interneto bendrovių bumas apėmė daugybę mažų, labai įsiskolinusių startuolių (daugelis jų buvo įtraukti ne į S&P 500, o į *Nasdaq* indeksą), o DI bumas yra sutelktas tarp geriausių rezultatų pasiekusių ir didžiausių S&P 500 bendrovių. Dabartinėmis rinkos kainomis „Nuostabiojo septyneto“ akcijos sudaro apie trečdalį visos S&P 500 rinkos kapitalizacijos, o prieš penkerius metus jos sudarė penktadalį. Svarbus šių bendrovių vaidmuo nustatant dabartinę į indeksą įtrauktų bendrovių vertę ir rinkos kapitalizaciją iš esmės skiriasi nuo interneto bendrovių bumo, kai septynios didžiausios bendrovės sudarė tik 17 % S&P 500 rinkos kapitalizacijos, t. y. maždaug dvigubai mažiau nei šiandien. Didelės JAV technologijų bendrovės taip pat turi didesnę įtaką rinkoje ir didesnes pelno maržas (maždaug 20 %) nei vidutinės JAV informacinių technologijų (IT) bendrovės praėjusio amžiaus dešimtojo dešimtmečio pabaigoje, kurių pelno

¹ Kainos ir pelno vienai akcijai rodiklis yra populiarus nuosavo kapitalo vertinimo rodiklis, apskaičiuojamas akcijų kainą dalijant iš atitinkamos bendrovės pelno vienai akcijai. Jį galima aiškinti kaip kainą, kurią investuotojas moka už pelno vieneta.

² Kaip naujausių kai kurių tarptautinių institucijų publikacijų pavyzdį žr. Lombardi, M.J. and Pinter, G., “The valuations of tech stocks: dotcom redux?”, *BIS Quarterly Review*, 16 September 2024.

marža svyravo nuo 5 iki 10 %. Be to, kitaip nei daugelis interneto bendrovių išpopuliarėjimo laikotarpio startuolių, kurie daug skolinosi, „Nuostabiojo septyneto“ bendrovės turi dideles pinigų atsargas ir turi galimybių nebrangiai gauti išorės finansavimą, taigi gali investuoti į mokslinius tyrimus bei plėtrą ir įsigyti mažesnių bendrovių ir konkurentų³. Kliūtys patekti į rinką (pvz., didelės mikroschemų gamybos ir debesijos paslaugų pastoviosios sąnaudos, taip pat pradininko padėties pranašumas kuriant didelius kalbos modelius ir paieškos sistemas) padeda tokioms bendrovėms išsaugoti savo rinkos dalį ir kurti vertę, galbūt kitų – mažesnių – bendrovių sąskaita.

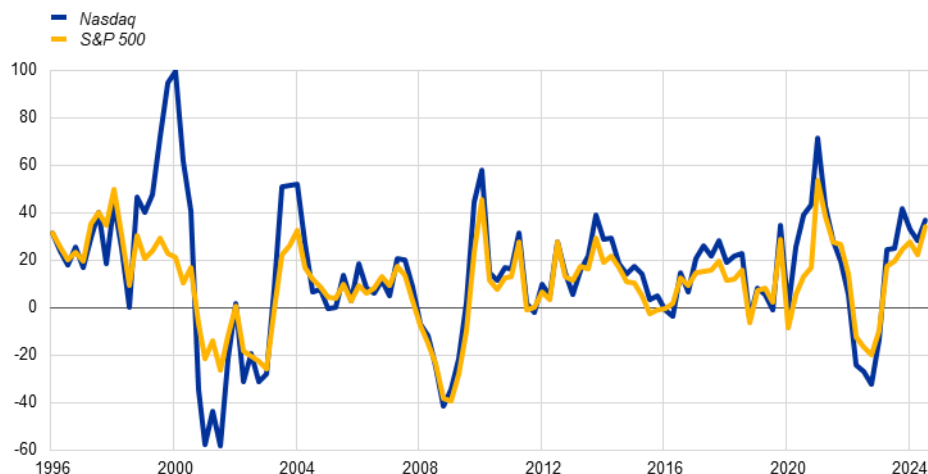
³ Iš naujausių „Nuostabiojo septyneto“ bendrovių pateiktų dokumentų matyti, kad šios bendrovės vis dažniau vykdo susijungimų ir įsigijimų veiklą.

A pav.

JAV nuosavo kapitalo grąža bei kainos ir pelno vienai akcijai rodikliai

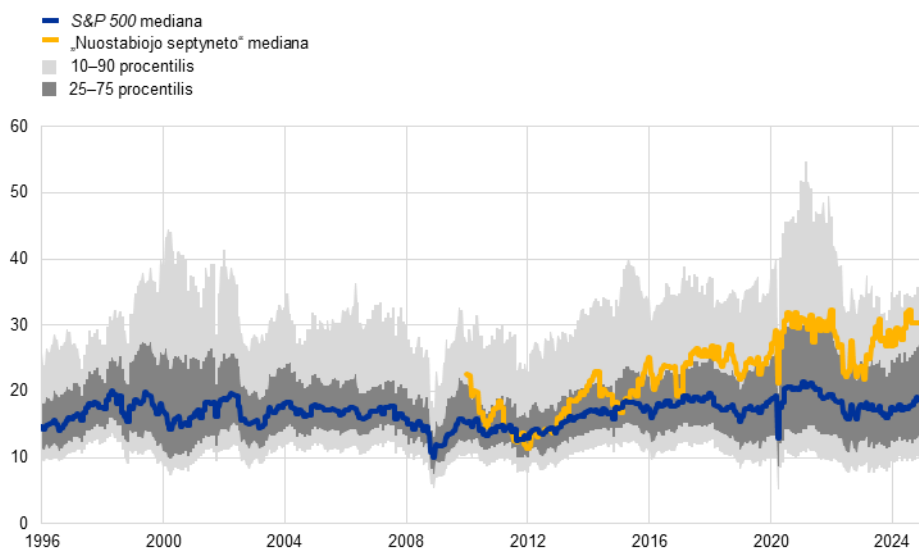
a) Nuosavo kapitalo grąža

(procentais)



b) Išankstiniai kainos ir pelno vienai akcijai rodikliai

(kainos ir pelno vienai akcijai rodiklis)



Šaltiniai: Bloomberg, LSEG ir ECB ekspertų skaičiavimai.

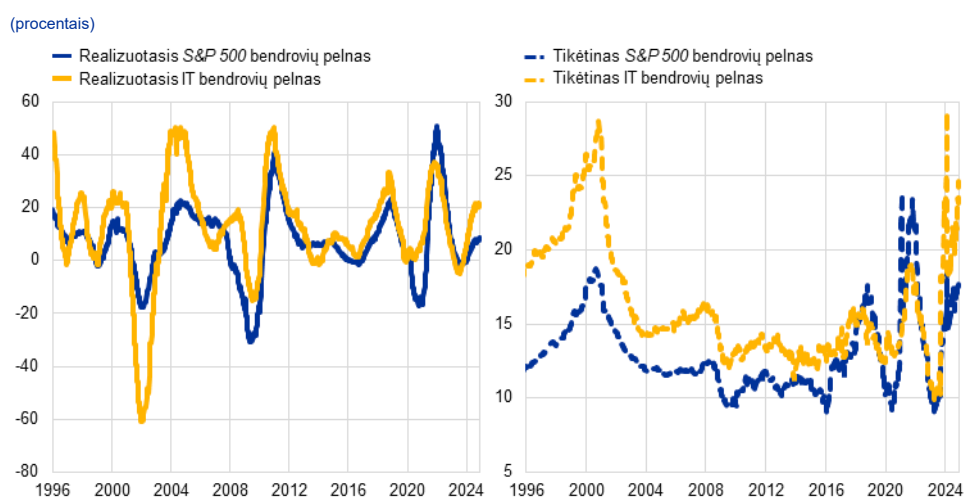
Pastabos: a grafike linijos – S&P 500 ir Nasdaq indeksų metinė grąža (kiekvieno ketvirčio pabaigos duomenys). b grafike pilki plotai – išankstiniai kainos ir pelno vienai akcijai rodikliai įvairiuose S&P 500 indekso bendrovių procentiliuose. Mėlyna ir geltona linijos – atitinkamai S&P 500 indekso mediana ir „Nuostabiojo septyneto“ mediana pastaraisiais metais. Naujausi a grafiko duomenys – 2024 m. trečiojo ketvirčio (ketvirtiniai duomenys). Naujausi b grafiko duomenys – 2024 m. lapkričio 29 d. (savaitiniai duomenys).

JAV technologijų sektoriaus bendrovių akcijų kainas lemia didelio pelno lūkesčiai, grindžiami viltimis, kad dėl DI revoliucijos gerokai padidės našumas. Pastaraisiais metais „Nuostabiojo septyneto“ bendrovės gavo labai didelį realizuotąjį pelną, o tai skatino lūkesčius dėl tolesnio pelno augimo ir prisidėjo prie to, kad jų akcijų kainos kilo sparčiau nei kitų bendrovių. Rinkos analitikai tikisi, kad 2025 ir 2026 m. S&P 500 bendrovių pelnas augs dviženkliais skaičiais, o tai gerokai viršija ilgalaikį vidurkį (žr. B pav.). Šiuos lūkesčius tikriausiai lemia DI skatinamas didėjantis

našumas, nes DI vis dažniau minimas S&P 500 bendrovių pelno ataskaitose⁴. Tačiau, vertinant platesnę rinkos istorinę perspektyvą, maždaug 18 % pelno augimas, kokio šiuo metu tikimasi iš S&P 500 bendrovių per ateinančius metus, buvo pasiektas palyginti retai. Pavyzdžiui, pučiantis interneto bendrovių burbului, 2000 m. buvo prognozuojamas panašaus dydžio pelnas ir, nors realizuotasis pelnas iš pradžių buvo didelis, jis vėliau gerokai sumažėjo. Be to, dėl pirmiau minėtų struktūrinių veiksnių nėra aišku, kokia DI skatinamo padidėjimo dalis teks platesniam bendrovių sektoriui.

B pav.

S&P 500 bendrovių ir informacinių technologijų (IT) sektoriaus bendrovių ilgalaikis pelno vienai akcijai augimas ir realizuotasis pelnas



Šaltiniai: IBES pagal LSEG ir ECB ekspertų skaičiavimus.

Pastabos: ilgalaikis pelno vienai akcijai augimas – vidutinis augimo tempas, kurio tikimasi per trejus–penkerius metus. Realizuotojo pelno augimas yra metinis rodiklis. Naujausi duomenys – 2024 m. lapkričio 29 d. (savaitiniai duomenys).

Iš modelio analizės taip pat matyti, kad prie JAV akcijų kainų kilimo svariai prisideda norima prisiimti rizika, nes nuosavo kapitalo rizikos priedai yra mažiausi per daugelį metų. Įžvalgos, gautos dividendų diskontavimo modelį taikant S&P 500 ir IT bendrovių akcijoms, atskleidžia, kad investuotojų norima prisiimti rizika labai prisidėjo prie akcijų kainų kilimo. Ši tendencija ypač išryškėjo nuo 2022 m., kai nuosavo kapitalo rizikos priedų įverčiai pasiekė žemiausią lygį per daugelį metų (žr. C pav. a grafiką). Mažus nuosavo kapitalo rizikos priedus ir norimą prisiimti didelę riziką galėjo lemti keli veiksniai, pavyzdžiui, pažanga mažinant infliaciją, kai nėra recesijos požymių, arba nedidelė apsaugos nuo mažos tikimybės didelio poveikio rizikos paklausa⁵. Nuosavo kapitalo rizikos priedai ypač maži IT sektoriuje, kuriam priklauso kai kurios „Nuostabiojo septyneto“ bendrovės. Kartu su dideliu tikėtiniu pelnu istoriškai maži nuosavo kapitalo rizikos priedai buvo lemiamas JAV akcijų kainų atsparumo veiksnys, kuris vyravo net ir tada, kai gerokai pakilo palūkanų normos (žr. C pav. b grafiką). Po 2023 m. gruodžio mėn. Federalinio rezervų Federalinio atvirosios rinkos komiteto (FARK) pareiškimo, kad bus atsisakoma

⁴ Pavyzdžiui, žr. 19 pav. leidinyje [IMF Corporate Earnings Monitor](#), 17 June 2024.

⁵ Akcijų rinkos rizika išsamiau aptariama interpe „[Low implied equity market volatility could underestimate financial stability vulnerabilities](#)“, *Financial Stability Review*, ECB, May 2024 ir *Financial Stability Review*, ECB, November 2024, 2.2 skyriuje.

ribojamosios pinigų politikos pozicijos, palūkanų normos darė mažesnę poveikį akcijų kainoms.

C pav.

Nuosavo kapitalo rizikos priedų vaidmuo vertinant S&P 500 ir IT sektorius

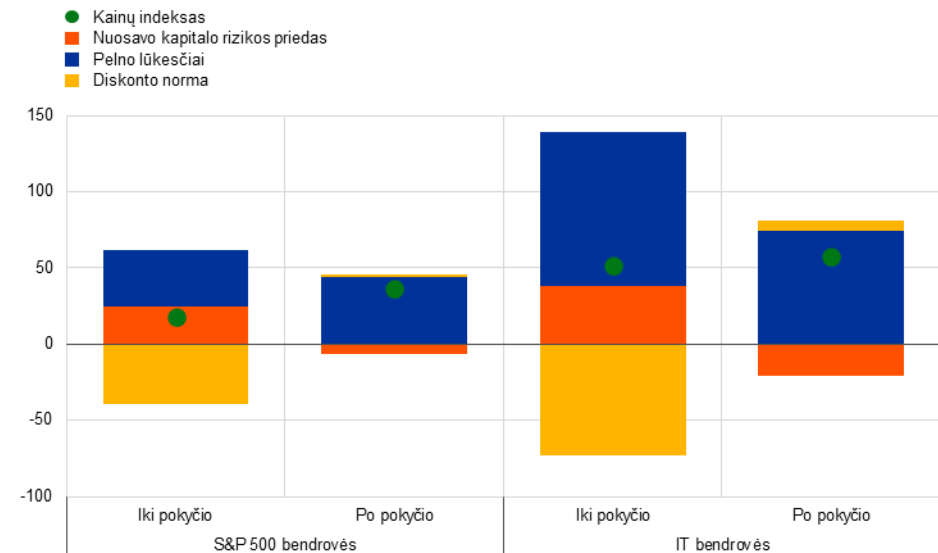
a) Pasirinktų S&P 500 sektorių nuosavo kapitalo rizikos priedai

(procentais)



b) Modeliu pagrįstas pasirinktų S&P 500 sektorių nuosavo kapitalo grąžos nuo 2023 m. išskaidymas

(procentais)



Šaltiniai: LSEG ir ECB ekspertų skaičiavimai.

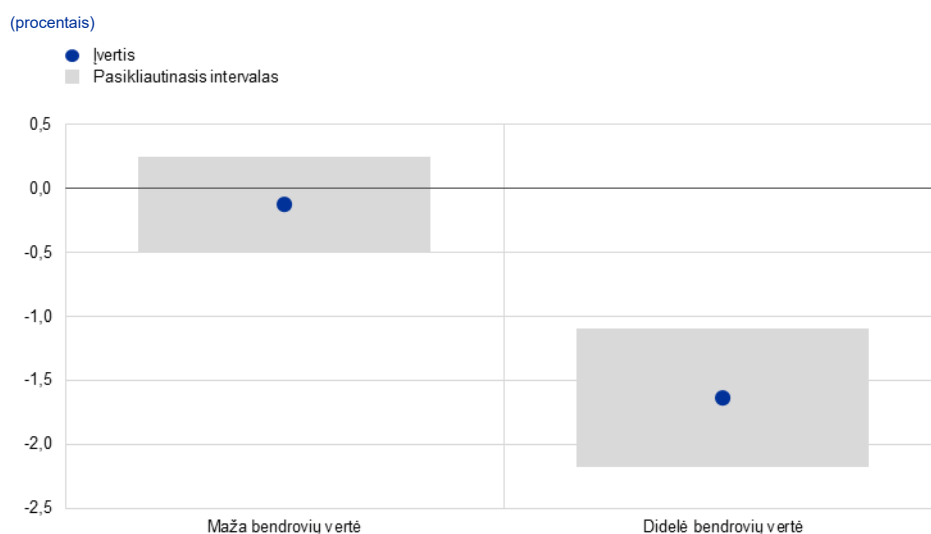
Pastabos: nuosavo kapitalo rizikos priedas nustatomas taikant dividendų diskontavimo modelį, t. y. standartinį nuosavo kapitalo vertinimo modelį, taikomą akcijų rinkai stebėti ir nuosavo kapitalo rizikos priedui apskaičiuoti. Padidėjęs nuosavo kapitalo rizikos priedas reiškia, kad išauga priemoka už akcijų turėjimo riziką, o tai gali būti aiškinama kaip didesnis rizikos vengimas. Analogiškai sumažėjęs nuosavo kapitalo rizikos priedas gali būti aiškinamas kaip mažėjantis rizikos vengimas. Taikant šį modelį IT sektoriui, šis metodas taip pat grindžiamas metodika, sukurta bendrajam indeksui, ji aprašyta straipsnyje "Measuring and interpreting the cost of equity in the euro area", *Economic Bulletin*, Issue 4, ECB, 2018. Į modelį yra įtrauktas akcijų atpirkimas, būsimoji pinigų srautai diskontuojami atitinkamo termino palūkanų normomis ir pateikiami trys tikėtino dividendų augimo laikotarpiai. Pirmasis laikotarpis („Iki pokyčio“) – pasikeitimas nuo 2023 m. sausio mėn. iki gruodžio mėn. įvykusio FARK posėdžio. Antrasis laikotarpis („Po pokyčio“) – pasikeitimas nuo 2023 m. gruodžio mėn. įvykusio FARK posėdžio iki naujaisių duomenų. Naujaisi duomenys – 2024 m. lapkričio 29 d. (savaitiniai duomenys).

Atsižvelgiant į padidėjusią akcijų vertę ir didelę akcijų rinkos koncentraciją, akcijos tebėra veikiamos neigiamų sukrėtimų. Dabartinėmis besikeičiančios

geopolitinės padėties, padidėjusios skolos ir netikrumo tiek dėl platesnio masto ekonominių rezultatų, tiek konkrečiai dėl būsimo su DI susijusio našumo padidėjimo sąlygomis perėjimas prie nerizikingos pozicijos gali būti labiau tikėtinas. Iš modelių pagrįstų duomenų matyti, kad, pavyzdžiui, padidėjusios bendrovių vertės laikotarpiais suprastėjusi makroekonominė perspektyva gali daryti didesnę poveikį akcijų rinkos kainoms (žr. D pav.). Atsižvelgiant į dabartinę didelę bendrovių vertę ir reikšmingą JAV akcijų rinkos koncentraciją, tokia rizika gali tapti vis aktualesnė⁶.

D pav.

JAV akcijų kainų reakcija į neigiamus JAV makroekonominis sukrėtimus pagal nuosavo kapitalo vertinimo rodiklius



Šaltiniai: SEG ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: JAV akcijų kainų impulsinės reakcijos į nepalankius JAV makroekonominis sukrėtimus pagal vertinimo rodiklius. Reakcijos vertinamos taikant ribinių lokalių projekcijų metodus kasdieniams duomenims, įvertinant *Citi Economic Surprise* indeksą, ir rodomos apibendrintos po vienos savaitės. JAV makroekonominiai sukrėtimai nustatomi taikant kasdienį Bajeso vektorinės autoregresijos modelį, kuris siūlomas Brandt, L., Saint Guilhem, A., Schröder, M. and Van Robays, I., "What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk", *Working Paper Series*, No 2560, ECB, 2021. Vertinimo laikotarpis – nuo 2005 m. liepos mėn. iki 2024 m. rugpjūčio mėn.

⁶ Išsamesnė įvairių neigiamų sukrėtimų rūšių ir akcijų kainų reakcijos analizė rodo, kad didelis tikėtinas pelnas gali sušvelninti netikėtų rizikos atsikratymo ir pinigų politikos sukrėtimų poveikį akcijų kainoms, žr. Chițu, L., Grothe, M., Schulze, T. and Van Robays, I., "Financial shock transmission to heterogeneous firms: the earnings-based borrowing constraint channel", *Working Paper Series*, No 2860, ECB, 2023. Atitinkamai tikėtina, kad didelė bendrovių akcijų vertė, kurią lemia tikėtinas pelnas, bus mažiau pažeidžiama rizikos atsikratymo ar pinigų politikos sukrėtimų, tačiau jai poveikį gali daryti neigiami makroekonominiai sukrėtimai.

Apyvartinių taršos leidimų prekybos sistemos poveikis Europos investicijoms trumpuoju laikotarpiu

Parengė Pablo Anaya Longaric, Virginia Di Nino ir Vasileios Kostakis

Šiame interpe apžvelgiamas ES apyvartinių taršos leidimų prekybos sistemos (ES ATLPS) poveikis Europos investicijoms, kartu empiriškai patikrinant anglies dioksido kainodaros poveikį tarptautinių ir vidaus investicijų srautams.

ES ATLPS sumažino išmetamą šiltnamio efektą sukeliančių dujų kiekį, o tai davė ilgalaikės naudos aplinkai, Europos ekonomikai ir Europos energetinei nepriklausomybei. Iš empirinių ilgalaikės naudos įrodymų matyti, kad ATLPS taip pat skatina žaliąsias investicijas, kuriomis mažinamas įmonių gamybos procesų taršos anglies dioksidu intensyvumas¹. Palyginti su alternatyviomis politikos priemonėmis, anglies dioksido kainodara pasitvirtino kaip veiksminga priemonė, skatinanti diegti mažo anglies dioksido kiekio technologijas². Todėl ATLPS yra labai svarbi stiprinant Europos energetinę nepriklausomybę nuo iškastinio kuro.

Tačiau nevisiškai aišku, koks buvo poveikis investicijoms trumpuoju

laikotarpiu. Nauda aplinkai gali būti pasiekama mažesnėmis investicijomis, nes anglies dioksido kainodaros taikymas reiškia, kad įmonės apmokestinamos energijos mokesčiu³. Be to, investicijos gali būti nukreipiamos į valstybes, kurios nėra priėmusios panašių teisės aktų, kad ribotų anglies dioksido išmetimą taikant kainodarą ar mokesčius – tai vadinamasis anglies dioksido nutekėjimas. Kartu tai galėtų paskatinti įmones investuoti į žaliąsias technologijas, o ATLPS pajamos pagal ES programas, pavyzdžiui, Inovacijų fondą, Modernizavimo fondą ir Ekonomikos gaivinimo ir atsparumo didinimo priemonės „REPowerEU“ komponentą, būtų skiriamos žaliosioms investicijoms skatinti. Kadangi dar nėra aiškaus sutarimo dėl poveikio investicijoms, ištyrus, kurie iš šių veiksnių iki šiol buvo pagrindiniai, būtų galima patikslinti aplinkos politiką, kad būtų apribota anglies dioksido nutekėjimo rizika ir sumažintos galimos sąnaudos.

Toliau analizuojamas anglies dioksido kainos pokyčių poveikis tarptautinių ir Europos investicijų srautams.

Vertinama, kokį poveikį anglies dioksido kainos sukrėtimai turi plyno lauko tiesioginėms užsienio investicijoms (TUI) ir bendrojo pagrindinio kapitalo formavimui per tam tikrą laiką tiek valstybės, tiek sektorių lygmeniu. Siekiant nustatyti anglies dioksido kainų sukrėtimus, į vektorinės autoregresijos modelį kaip priemonę įtraukiami apyvartinių taršos leidimų ateities sandorių kainų pokyčiai, kurie įvyksta maždaug tuo metu, kai keičiami ATLPS teisės

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

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

³ Mokesčiais grindžiamos perėjimo prie mažo anglies dioksido kiekio technologijų politikos makroekonominis poveikis aptartas straipsnyje “The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy”, *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, August 2023; ir Känzig, D.R., “The unequal economic consequences of carbon pricing”, *National Bureau of Economic Research Working Papers*, No 31221, May 2023.

aktai⁴. Svarbu tai, kad analizėje daugiausia dėmesio skiriama trumpojo laikotarpio išlaidoms, susijusioms su anglies dioksido kainodara, o ilgalaikė švaresnės energijos ir mažesnės priklausomybės nuo iškastinio kuro nauda šiame intarpe nėra aptariama⁵. Imtis apima 2003–2019 m., t. y. laikotarpį nuo pranešimo apie ATLPS įgyvendinimą iki trečiojo įgyvendinimo etapo pabaigos. Į ją neįtrauktas pandemijos laikotarpis, kai įvyko kitokio pobūdžio didelių sukrėtimų, galinčių paveikti analizę, tačiau įtraukti anglies dioksido kainų sukrėtimai, susiję su 2019 m. paskelbtais pranešimais apie būsimus ATLPS teisės aktų pakeitimus.

Iš empirinės analizės matyti, kad, padidėjus anglies dioksido kainai, Europoje laikinai sumažėja plyno lauko TUI srutai. Po anglies dioksido kainos sukrėtimo, kuris, normalizavus jį taip, kad gamintojų kainų indekso (GKI) energijos dedamoji padidėtų 1 %, o tai atitinka 25 % dėl poveikio padidėjusias anglies dioksido ateities sandorių kainas, Europos plyno lauko TUI srutai į ne Europos valstybes gerokai padidėja (žr. A pav. a grafiką)⁶. Be to, po metų padidėja TUI tarp ne Europos valstybių. Analogiškai mažėja Europos tiek iš išorės, tiek viduje gaunami plyno lauko TUI srutai, o vidaus srutai mažėja ir vidutinės trukmės laikotarpiu (žr. A pav. b grafiką). Apskritai šios reakcijos rodo, kad, padidėjus anglies dioksido kainoms, lėšos gali būti laikinai nukreipiamos iš Europos⁷.

⁴ Žr. Känzig, D.R., op. cit.

⁵ Yra įrodymų, kad ATLPS priėmimas paskatino investicijas, kuriomis siekiama sumažinti įmonių išmetamą anglies dioksido kiekį ilguoju laikotarpiu, nepakenkiant jų ekonominei veiklai. Žr. Anderson et al., op. cit.

⁶ Sukrėtimas nustatytas pagal skalę ir ženklą, naudojant vektorinės autoregresijos modelio pagalbinus kintamuosius. Jis buvo perskaičiuotas, kad būtų galima iš karto suprasti rezultatus. Vis dėlto perskaičiuavus jis yra gana didelis, palyginti su vidutine anglies dioksido ateities sandorių kainų reakcija į ankstesnius ATLPS teisės aktų pakeitimus. Taigi galima tikėtis, kad faktinis poveikis TUI ir vidaus investicijoms praeityje buvo gerokai mažesnis.

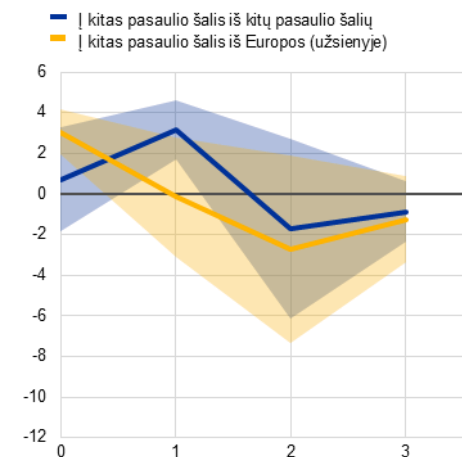
⁷ Žr. Böning, J., Di Nino, V. and Folger, T., “[Stop carbon leakage at the border, can EU companies be both green and globally competitive?](#)”, *The ECB blog*, 1 June 2023; ir Böning, J., Di Nino, V. and Folger, T., “[Benefits and costs of the ETS in the EU, a lesson learned for the CBAM design](#)”,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

A pav.

Anglies dioksido kainos sukrėtimo poveikis pasaulinėms plyno lauko TUI

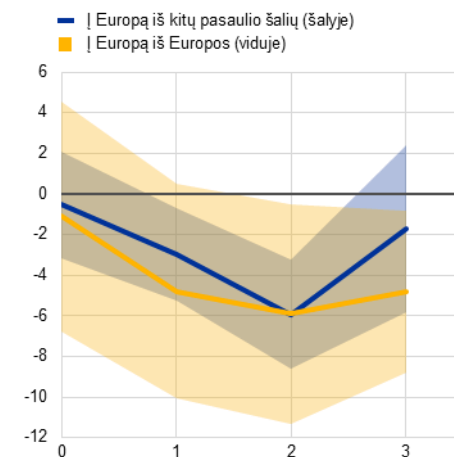
a) Anglies dioksido kainos sukrėtimo poveikis TUI kitose pasaulio šalyse

(y ašis: pokyčiai procentais; x ašis: metai po poveikio)



b) Anglies dioksido kainos sukrėtimo poveikis TUI Europoje

(y ašis: pokyčiai procentais; x ašis: metai po poveikio)



Šaltiniai: Eurostatas, FT fDi Intelligence ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: paveiksle pavaizduotas įvertintas anglies dioksido kainos sukrėtimo poveikis plyno lauko TUI projektams, apie kuriuos paskelbta, kai dėl poveikio GKI energijos dedamoji padidėja 1 %. Imtis apima 2003–2019 m. Kadangi ATLPS pradėjo veikti 2005 m., ilgesnė laiko eilutė neturi didelės įtakos rezultatams. Specifikavimas pagal $\Delta_h Y_{ij,t+h} = a_j^h + \beta_h S_t + \varepsilon_h X_{j,t-1} + \varepsilon_{j,t+h}$, kur $Y_{ij,t+h}$ – laikotarpio h rezultato kintamasis tarp šalių i ir j , o $\varepsilon_j X_{j,t-1}$ – įtrauktas makroekonominių kontrolės priemonių rinkinys, įskaitant vėluojantį priklausomąjį kintamąjį. Ištinės linijos rodo įvertintas impulsines reakcijas, o patamsintas plotas – 90 % pasikliautinuosius intervalus, pagrįstus Driscoll-Kraay standartinėmis paklaidomis, atspariomis autokoreliacijai ir tarpsekcijinei priklausomybei.

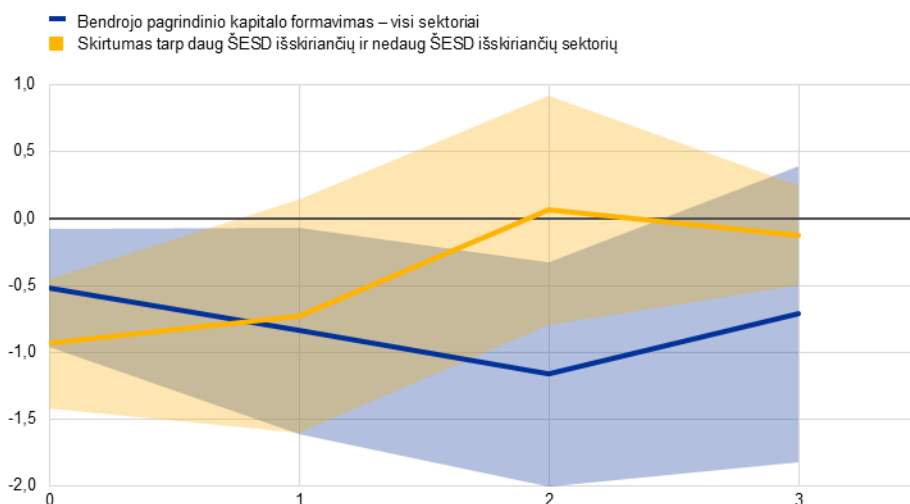
Atrodo, kad neigiamas poveikis daromas ir vidaus investicijoms Europoje.

Reaguojant į anglies dioksido kainos sukrėtimą, dėl kurio GKI energijos dedamoji padidėja 1 %, ES bendrojo pagrindinio kapitalo formavimas pirmaisiais metais sumažėja 0,5 %, o po dvejų metų bendras sumažėjimas sudaro daugiau kaip 1 % (žr. B pav.). Vis dėlto pažymėtina, kad įverčiai yra labai neapibrėžti. Sumažėja dėl to, kad didesnės anglies dioksido kainos veikia kaip įmonių gamybos apmokestinimas ir mažina bendrą ekonominę veiklą, o tai atsveria padidėjusias investicijas, skirtas įmonių gamybos procesams pertvarkyti, kad būtų naudojami žalieji energijos šaltiniai.

B pav.

Anglies dioksido kainų sukrėtimo poveikis bendrojo pagrindinio kapitalo formavimui ES

(y ašis: pokyčiai procentais; x ašis: metai po poveikio)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: ŠESD – šiltnamio efektą sukeliančios dujos. Paveiksle pavaizduotas įvertintas anglies dioksido kainos sukrėtimo poveikis, dėl kurio GKI energijos dedamoji padidėja 1 %. Aprašymas yra toks pat, kaip, aprašyta A pav. pastabose. Didelį šiltnamio efektą sukeliančių dujų kiekį išskiriantys sektoriai yra tie, kurių išmetamųjų teršalų kiekis (proporcingai jų pridėtinei vertei) yra didesnis už medianą.

Daug anglies dioksido išskiriantys sektoriai – tai pagrindinės pramonės šakos, kurioms anglies dioksido kainų sukrėtimas daro poveikį⁸. Bendrųjų investicijų mažėjimą daugiausia lemia statybos, transporto ir apdirbamosios gamybos sektoriai (žr. C pav.). Be to, nors kasyba ir karjerų eksploatavimas yra labai daug anglies dioksido išskiriančios veiklos rūšys, anglies dioksido kainų sukrėtimai joms didelės įtakos neturėjo. Tai greičiausiai lėmė nemokamų apyvartinių taršos leidimų naudojimas šiame sektoriuje⁹.

Šias išvadas reikėtų vertinti atsižvelgiant į kitus tyrimus, kurių rezultatai rodo, kad dėl ATLPS nesumažėjo ekonominė veikla ir nebuvo didelio anglies dioksido nutekėjimo¹⁰. Iš tiesų, išmetamas anglies dioksido kiekis sumažėjo, taikant ATLPS, iš esmės dėl faktinio išmetamųjų teršalų kiekio sumažėjimo, o ne dėl gamybos perkėlimo į regionus, kuriuose taikomi ne tokie griežti aplinkosaugos teisės aktai. Be to, iš pavyzdžių Europoje matyti, kad, kai anglies dioksido kainodara taikoma kartu su plataus užmojo valstybės parama pažangiosioms technologijoms, šios priemonės gali papildyti viena kitą ir paskatinti investuoti į dekarbonizaciją¹¹.

⁸ Daug teršalų išmetantys sektoriai – tai NACE dviem skaitmenimis pažymėti sektoriai, kurių išmetamųjų šiltnamio efektą sukeliančių dujų kiekis, palyginti su pridėtine verte, viršija medianą.

⁹ Panašius rezultatus žr. Matzner, A. and Steiniger, L., “Firms’ heterogeneous (and unintended) investment response to carbon price increases”, *Working Paper Series*, No 2958, ECB, July 2024.

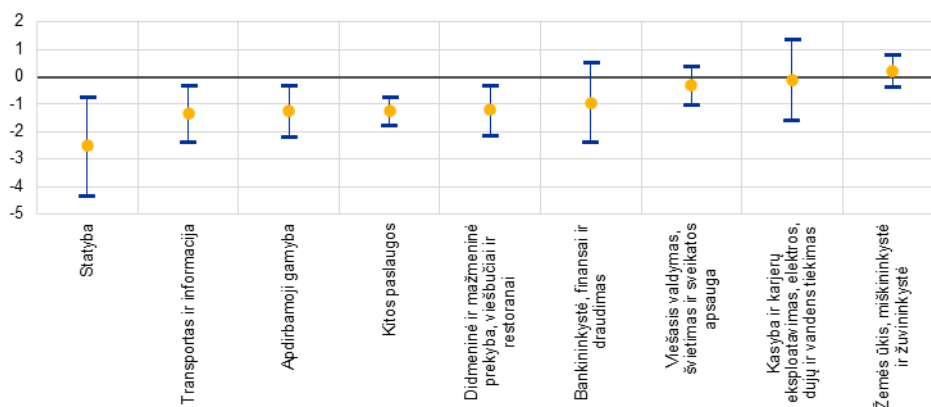
¹⁰ Žr. Colmer et al., op. cit. – jie, remdamiesi Prancūzijos administracinių duomenų analize, teigia, kad nėra jokių anglies dioksido nutekėjimo per du pirmuosius ATLPS etapus įrodymų.

¹¹ Žr. Anderson et al., op. cit.

C pav.

Anglies dioksido kainos sukrėtimo poveikis bendrojo pagrindinio kapitalo formavimui ES pagal sektorius

(pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: atkarpos rodo poveikį kiekvienam sektoriui. Grupavimas atitinka Kānzig, op. cit. metodiką, kurią taip pat taikė Matzner ir Steiner, op. cit. Regresijos aprašymas yra toks pat, kaip aprašyta A pav. pastabose.

Iš analizės rezultatų matyti, kad didesnės anglies dioksido kainos gali laikinai sumažinti vidaus investicijas ir nukreipti pasaulines TUI iš Europos, tačiau ilgalaikė nauda iš esmės gali būti didesnė už šį trumpalaikį poveikį¹². Reikėtų atlikti išsamesnę analizę ir išnagrinėti ilgalaikę naudą, susijusią su nepriklausomybės nuo iškastinio kuro siekimu ir Europos energetinės nepriklausomybės didinimu. Kartu su griežtesniu sektorių aprėpties ir teisių į išmetamųjų teršalų kiekį reglamentavimu Europos Komisija nustatė pasienio anglies dioksido korekcinį mechanizmą (PADKM). Tai padeda apsaugoti Europos įmones nuo galimos nesąžiningos užsienio konkurencijos ir atkurti vienodas sąlygas, nes ES importuotojams taikoma kaina, proporcinga užsienio gamybos procesų metu išmetamam teršalų kiekiui¹³. Kartu su papildomomis politikos priemonėmis, dėl kurių šiuo metu diskutuojama, tai padės palaikyti būsimus Europos gamybos pajėgumus ir jos išorės konkurencingumą¹⁴.

¹² Poveikis investicijoms ir plyno lauko TUI srutams yra didelis, tačiau atitinka dabartinę literatūrą, kurioje, kaip ir šiame interpe, atsižvelgiama į ketvirtą ATLPS įgyvendinimo etapą, kurį lėmė teisės aktų pakeitimai, apie kuriuos pranešta per trečią etapą. Tokių pranešimų pavyzdžiai – Aukcionų reglamento pakeitimas ir Deleguotojo sprendimo dėl 2021–2030 m. anglies dioksido nutekėjimo sąrašo priėmimas.

¹³ Išsamesnė informacija skelbiama [PADKM](#) svetainėje.

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

Kokius ekonominius signalus siunčia neapibrėžtumo matai?

Parengė Malin Andersson, Alina Bobasu ir Roberto A. De Santis

Nors neapibrėžtumui tenka svarbus vaidmuo priimant daugelį ekonominių sprendimų, jis nėra tiesiogiai išmatuojamas, todėl sunku tiksliai įvertinti jo poveikį. Esant dideliame neapibrėžtumui, namų ūkiai ir įmonės gali atidėti arba atsisakyti išlaidų ir investicijų planų, o tai savo ruožtu slopina ekonominį aktyvumą¹. Atsižvelgiant į tai, kad neapibrėžtumo negalima nustatyti tiesiogiai, šiame interpe vertinami naujausi signalai, gauti iš įvairių pakaitinių rodiklių, suskirstant juos į tiesiogiai susijusius su trumpalaike ekonomine padėtimi ir ilgesnio laikotarpio politikos iššūkiais. Taip pat nagrinėjamas šių matų poveikis pagrindiniams makroekonominiams kintamiesiems.

Neapibrėžtumas, susijęs su trumpalaike ekonomine padėtimi, paprastai stebimas naudojant statistinius, pagrįstus apklausų duomenimis, ir finansinius rodiklius. Vienas iš pagrindinių euro zonos rodiklių yra Jurado ir kt. sukurtas makroekonominio neapibrėžtumo indeksas, kuris neapibrėžtumą apibrėžia kaip įvairių ekonominių rodiklių prognozių paklaidų kintamumą po trijų mėnesių². Kitas pakaitinis rodiklis yra *Consensus Economics* prognozių nesutapimas, kuris parodo realiojo BVP, pramonės gamybos, privačiojo vartojimo ir privačių investicijų augimo, taip pat infliacijos pagal SVKI ir ilgalaikių palūkanų normų prognozių sklaidą po vienu metų. Be to, Europos Komisijos apklausų duomenimis pagrįstas ekonominio neapibrėžtumo matas rodo, kaip įmonių vadovams ir vartotojams sunku prognozuoti jų verslo padėtį ir namų ūkių finansus. Galiausiai sudėtinis sisteminės įtampos rodiklis (SSĮR) yra ECB sukurtas finansinės įtampos rodiklis, sudarytas naudojant įvairius daugelio finansų sistemos segmentų rinka pagrįstus finansinius kintamuosius.

Taip pat yra neapibrėžtumo matų, susijusių su ilgalaikiais politikos iššūkiais. Vienas iš tokių matų yra naujienomis grindžiamas euro zonos ekonominės politikos neapibrėžtumo indeksas, pagal kurį stebima, kaip dažnai laikraščių straipsniuose minimi konkretūs žodžiai, susiję su ekonominės politikos neapibrėžtumu. Trys kiti tekstiniai rodikliai rodo neapibrėžtumą, susijusį su geopolitika, prekyba ir klimato politika³.

¹ Tam tikrų rūšių neapibrėžtumas, pavyzdžiui, susijęs su pastaruoju metu išaugusiomis investicijomis į dirbtinį intelektą, taip pat gali padidinti investicijas ir ekonominį aktyvumą (žr. Ludvigson, S.C., Ma, S. and Ng, S., "Uncertainty and Business Cycles: Exogenous Impulse or Endogenous Response?", *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 13, No 4, 2021, pp. 369-410.

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

³ Dėl išsamesnės informacijos apie taikomą metodiką žr. Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty", *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 131, No 4, 2016, pp. 1593-1636 ir Gavriilidis, K., "Measuring Climate Policy Uncertainty", University of Stirling, May 2021.

Matai, pagal kuriuos stebimas susirūpinimas dėl trumpalaikės ekonominės padėties, šiuo metu rodo palyginti mažą neapibrėžtumo lygį, o matai, susiję su ilgalaikiais politikos iššūkiais, rodo didesnę neapibrėžtumo lygį (žr. A pav.).

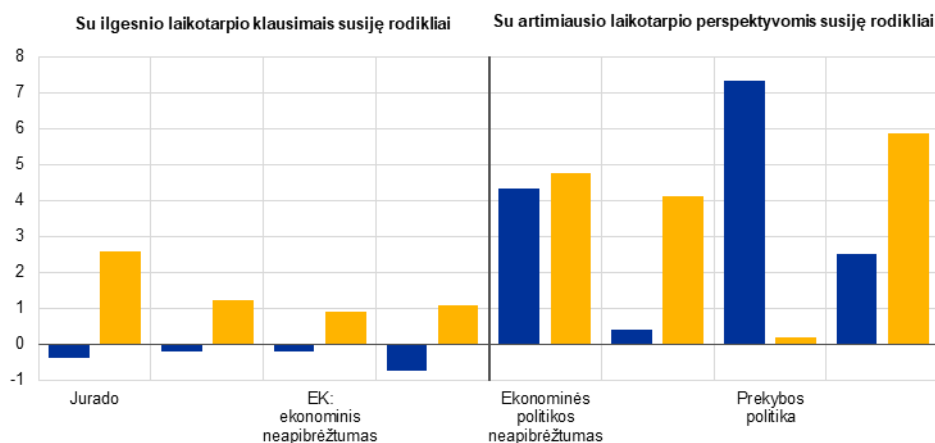
Nors visi šie rodikliai pasiekė aukščiausią lygį per Rusijos invaziją į Ukrainą, su artimiausio laikotarpio perspektyvomis susiję matai nuo to laiko grįžo prie savo istorinių vidurkių⁴. Priešingai, dauguma su politika susijusių neapibrėžtumo matų vis dar gerokai viršija istorinius vidurkius, o tai rodo tebesitęsiančią politinę polarizaciją, perspektyvinį reguliavimą ir pasaulinę energetikos pertvarką⁵.

A pav.

Neapibrėžtumo matai

(standartizuoti, pokytis, procentiniais punktais)

■ Naujausi duomenys
■ 2022 m. kovo mėn.



Šaltiniai: Jurado et al.¹, *Consensus Economics*, Europos Komisija, Baker et al.², Caldara et al.³, Caldara et al.⁴, Gavriilidis⁵ ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: eilutės standartizuotos 1999–2019 m. imčiai, išskyrus Europos Komisijos (EK) ekonominio neapibrėžtumo eilutę, kuri standartizuota nuo 2019 m. balandžio mėn. iki 2024 m. rugsėjo mėn. dėl riboto imties prieinamumo. Ekonominės politikos neapibrėžtumas yra Vokietijos, Prancūzijos, Italijos ir Ispanijos standartizuotų konkrečių šalių matų svertinis vidurkis. Naujausi duomenys – 2024 m. rugsėjo mėn. (Jurado ir klimato neapibrėžtumas), 2024 m. spalio mėn. (prognozų nesutapimas) ir 2024 m. lapkričio mėn. (EK ekonominis neapibrėžtumas, SSJR, ekonominės politikos neapibrėžtumas, geopolitinė rizika ir prekybos politika).

¹ Jurado, K., Ludvigson, S.C. and Ng, S., "Measuring Uncertainty", *American Economic Review*, Vol. 105, No 3, March 2015.

² Baker, S.R., Bloom, N. and Davis, S.J., "Measuring Economic Policy Uncertainty" *Working Papers*: No 21633 National Bureau of Economic Research, October 2015.

³ Caldara, D. and Iacoviello, M., "Measuring Geopolitical Risk", *American Economic Review*, Vol. 112, No 4, 2021, pp. 1194-1225.

⁴ Caldara, D., Iacoviello, M., Molligo, P., Prestipino, A. and Raffo, A., "The Economic Effects of Trade Policy Uncertainty", *International Finance Discussion Papers*, No 1256, September 2019.

⁵ Gavriilidis, K., "Measuring Climate Policy Uncertainty", University of Stirling, May 2021.

Be to, rizikos indeksas, nustatytas iš konferencinių pokalbių pelnui aptarti, rodo, kad daugelio pirmiau minėtų neapibrėžtumo rūšių rizikos suvokimas sumažėjo nuo 2022 m. pavasarį pasiekto aukščiausio lygio, tačiau ir toliau yra aukštesnis už ikipandeminį lygį (žr. B pav.)⁶. Šis indeksas parodo kelių specifinių rizikų procentinę dalį visų rizikų, minėtų biržinių euro zonos įmonių konferenciniuose pokalbiuose pelnui aptarti, struktūroje⁷. Nors rizikų negalima tiksliai susieti su pirmiau

⁴ Plačiau žr. interpe „Rusijos invazijos į Ukrainą poveikis euro zonos ekonomikos aktyvumui dėl neapibrėžtumo“, *Ekonomikos biuletenis*, ECB, 2022, Nr. 4.

⁵ Ekonominės politikos neapibrėžtumas ypač didelis Vokietijoje ir Prancūzijoje.

⁶ Nepaisant šios koreliacijos, „neapibrėžtumo“ matai skiriasi nuo „rizikos“ matų, nes neapibrėžtumas atsiranda tada, kai informacijos, reikalingos pokyčiams prognozuoti, nepakanka arba jos nėra, o rizika siejama su tam tikro ekonominio reiškimo tikimybe.

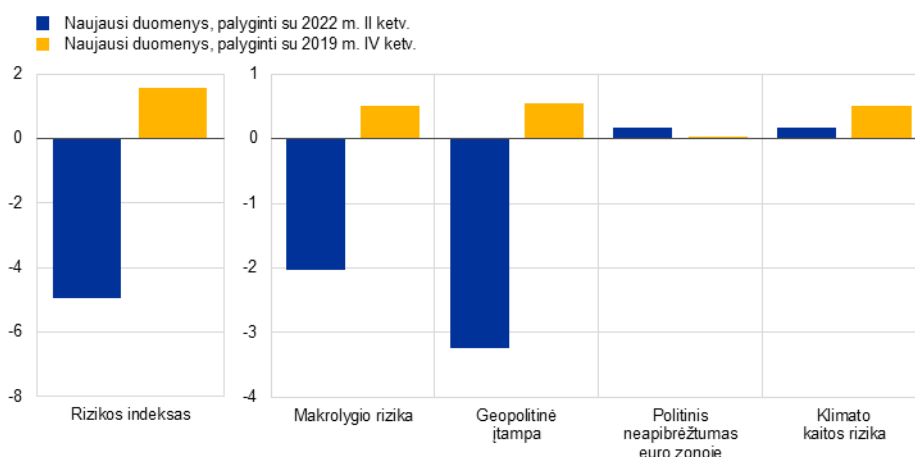
⁷ Metodika išsamiau aptarta interpe „Išvalgos iš konferencinių pokalbių pelnui aptarti – ką galime sužinoti iš to, kaip įmonės suvokia ir vertina riziką?“, *Ekonomikos biuletenis*, ECB, 2024, Nr. 4.

nurodytomis neapibrėžtumo rūšimis, šis rizikos indeksas patvirtina išvadą, kad kelių suvokiamų neapibrėžtumo rūšių rizikos suvokimas gerokai sumažėjo, palyginti su 2022 m. pavasarį pasiektu didžiausiu lygiu. Susirūpinimas dėl geopolitinės įtampas ir klimato tebėra padidėjęs.

B pav.

Rizikos indeksas, nustatytas iš konferencinių pokalbių pelni aptarti

(visa minėta rizika, procentais; pokytis, procentiniais punktais)



Šaltiniai: *NL Analytics* ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: „Makrolygio rizika“ – su tiekimo grandinės rizika ir finansavimo sąlygomis susijęs paminėjimas; „Geopolitinė įtampa“ – geopolitinė įtampa Ukrainoje ir Artimuosiuose Rytuose; „Politisnis neapibrėžtumas euro zonoje“ – politinė rizika visoje euro zonoje arba euro zonos šalyse; „Klimato kaitos rizika“ – minimi tokie žodžiai kaip „anglies dioksidas“, „klimatas“ ir „politika“. Naujausi duomenys – 2024 m. trečiojo ketvirčio.

Neapibrėžtumo padidėjimas paprastai siejamas su mažesniu realioju BVP ir didesniu neigiamu poveikiu ne vartojimui, o verslo investicijoms (žr. C pav.).

Siekiant iširti didėjančio neapibrėžtumo poveikį, pagal Bajeso vektorinės autoregresijos (BVAR) modelius vertinamas laikotarpis nuo 1999 m. pirmojo ketvirčio iki 2024 m. antrojo ketvirčio⁸. Į modelius įtrauktas realusis BVP, privatusis vartojimas ir verslo investicijos, BVP defliatorius ir po vieną neapibrėžtumo (rizikos) matą⁹. Rezultatai rodo, kad pagal visus matus, išskyrus geopolitinę riziką, didėjantis neapibrėžtumas yra susijęs su realiojo BVP, privačiojo vartojimo ir verslo investicijų mažėjimu, o verslo investicijos mažėja gerokai daugiau nei vartojimas¹⁰.

⁸ Vertinimas pakoreguotas pagal Lenza ir Primiceri (2022), kad būtų atsižvelgta į unikalios ekonomikos sutrikdymus, kuriuos sukėlė COVID-19 pandemija (žr. Lenza, M. and Primiceri, G.E., „How to estimate a vector autoregression after March 2020“, *Journal of Applied Econometrics*, Vol. 37, No 4, 2022, pp. 688-699).

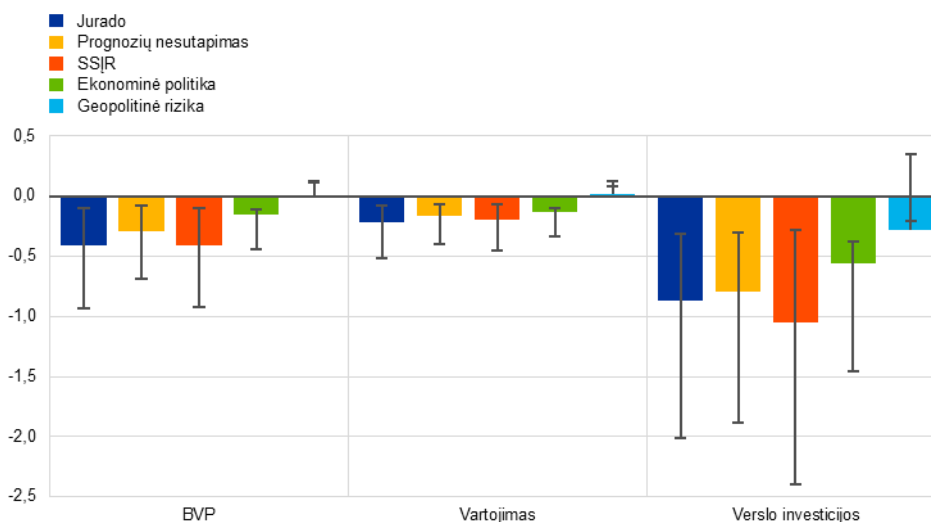
⁹ Atsižvelgiant į tai, kad prekybos ir klimato neapibrėžtumo matai yra susiję su konkrečiomis sritimis, kurios yra tiesiogiai veikiamos prekybos svyravimų ir aplinkosaugos politikos, šiame interpe nenagrinėjamas platesnis jų poveikis ekonominiam aktyvumui. Į empirinį tyrimą taip pat neįtrauktas rizikos indeksas, nes jis apima trumpą laikotarpį.

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

C pav.

Neapibrėžtumo matų padidėjimo poveikis

(nuokrypiai nuo tendencijos, procentais)



Šaltinis: ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastabos: Į BVAR modelius įtrauktas BVP, vartojimas, verslo investicijos, BVP defliatorius ir po vieną neapibrėžtumo (rizikos) matą. Pagal modelius vertinti ketvirtiniai laikotarpiai nuo 1999 m. pirmojo ketvirčio iki 2024 m. antrojo ketvirčio, o identifikavimas grindžiamas Choleskio išskaidymo metodu, pirmiausia nurodant neapibrėžtumo matą. Nepaisant to, rezultatai taip pat yra patikimi neigiamo poveikio ekonominiam aktyvumui atžvilgiu, kai neapibrėžtumo matas nurodomas paskutinis. Padidėjęs neapibrėžtumas rodo, kad neapibrėžtumo matas padidėja vienu standartiniu nuokrypiu. Paveiksle pateikti rezultatai susiję su poveikiu po keturių ketvirčių. Atkarpos – 68 % patikimi intervalai.

Neatrodo, kad neapibrėžtumas dėl trumpalaikės ekonominės padėties kol kas darytų didelę įtaką dabartiniam ekonominiam aktyvumui, tačiau neapibrėžtumas, susijęs su ilgesnio laikotarpio politikos iššūkiais, greičiausiai ir toliau bus svarbus. Nors pastaruoju metu, palyginti su ankstesniais bumo laikotarpiais, neapibrėžtumas, nustatytas pagal trumpalaikius ekonominius rodiklius, buvo ribotas, tikėtina, kad neapibrėžtumas dėl ekonominės politikos vis dar bus didelis, nes vidaus politikos klausimai nuolat kinta. Todėl tikimasi, kad artimiausiais ketvirčiais su politikos klausimais susijęs neapibrėžtumas ir toliau darys įtaką ekonominiam aktyvumui, ypač verslo investicijoms.

Kuo paaiškinama didelė namų ūkių taupymo norma euro zonoje?

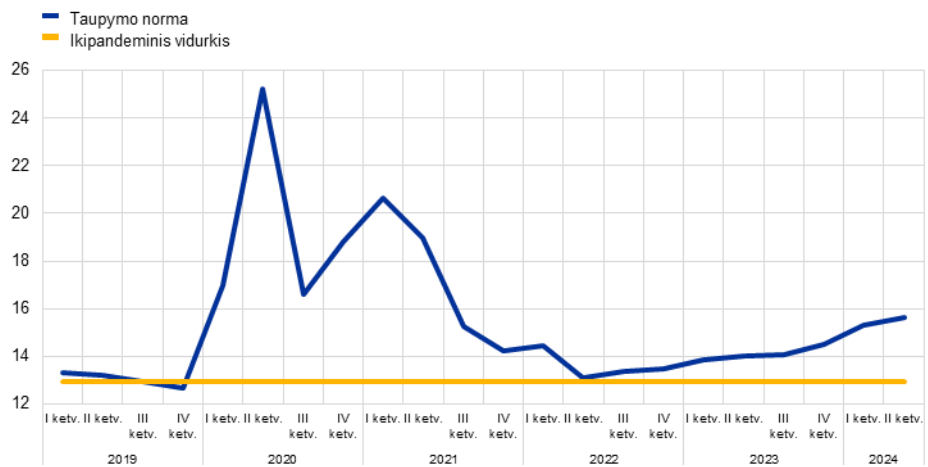
Parengė Alina Bobasu, Johannes Gareis ir Grigor Stoevsky

Po pandemijos paskatinto namų ūkių taupymo normos euro zonoje padidėjimo 2020 m. ji palengva mažėjo ir 2022 m. viduryje grįžo prie prieš pandemiją buvusio lygio, bet vėliau vėl pastebimai padidėjo. Dėl sezoniškumo pakoreguota euro zonos namų ūkių taupymo norma, kaip skelbiama Eurostato ketvirtinėse sektorių sąskaitose, gerokai padidėjo prasidėjus COVID-19 pandemijai¹. Tai daugiausia lėmė karantino priemonės, taikytos siekiant sustabdyti viruso plitimą ir kurios slopino vartojimą, o valdžios priemonės padėjo palaikyti disponuojamąsias pajamas². Iki 2022 m. apribojimus iš esmės panaikinus, taupymo norma vėl pasiekė ikipandeminį vidurkį (žr. A pav.). Tačiau per pastaruosius dvejus metus ji ir vėl padidėjo, o vartojimo išlaidos ir toliau buvo nedidelės. Šiame intarpe analizuojami pagrindiniai ekonominiai veiksniai, turėję įtakos pastarajam taupymo normos padidėjimui, ir nagrinėjamas trumpojo laikotarpio poveikis privačiajam vartojimui.

A pav.

Namų ūkių taupymo norma

(procentais, palyginti su bendrosiomis disponuojamosiomis pajamomis)



Šaltiniai: ECB ir Eurostatas (ketvirtinės sektorių sąskaitos) bei ECB skaičiavimai.

Pastabos: dėl sezoniškumo pakoreguoti duomenys. Ikipandeminis vidurkis apskaičiuotas naudojant duomenis nuo 1999 m. pirmojo ketvirčio iki 2019 m. ketvirčio ketvirčio.

Pastaruosiu metu namų ūkių taupymo norma didėjo dėl sparčiai augusių pajamų. Per pastaruosius dvejus metus realiosios namų ūkių pajamos padidėjo 3,8 %, nes reikšmingai augo darbo ir ne darbo pajamų dedamosios (žr. B pav.).

Didėjančios ne darbo pajamos, kurias sudaro savarankiško darbo ir grynosios palūkanų pajamos, dividendai ir nuoma, yra ypač palankios taupymui³. Tai rodo, kad

¹ Euro zonos ketvirtinės sektorių sąskaitas rengia ECB kartu su Eurostatu.

² Žr. intarpą „COVID-19 pandemija ir didėjantis namų ūkių taupymas – atsargumas ar būtinybė?“, *Ekonomikos biuletenis*, ECB, 2020, Nr. 6.

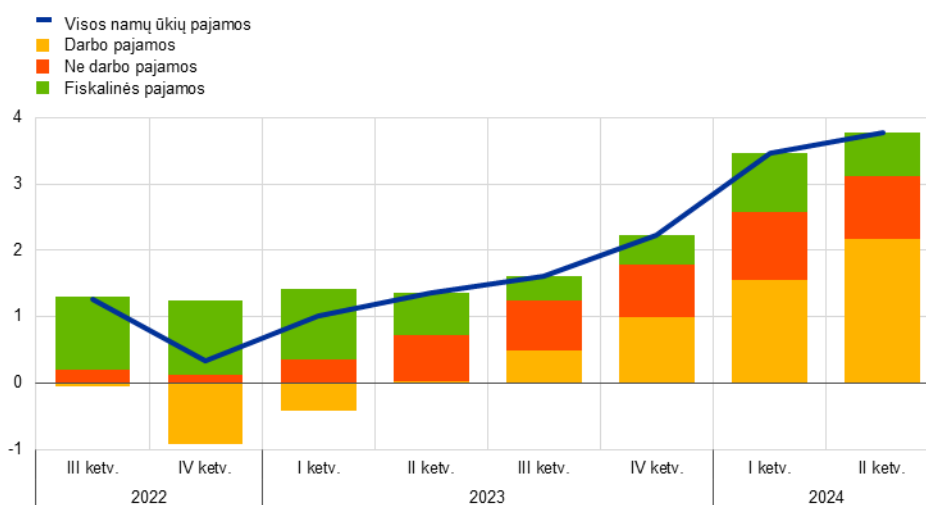
³ Taip pat žr. intarpą „Namų ūkių pajamų vertinimo pagrindai“, *Ekonomikos biuletenis*, ECB, 2023, Nr. 8.

ne darbo pajamas daugiausia gauna turtingesni namų ūkiai, kurie paprastai taupo daugiau nei skurdesni namų ūkiai⁴. Be to, nuo 2022 m. trečiojo ketvirčio realiųjų pajamų augimą skatino ir fiskalinė politika. Tai daugiausia galima sieti su savo nuožiūra priimamomis priemonėmis, skirtomis energijos kainų sukrėtimo poveikiui sušvelninti, įskaitant didelę netikslinę finansinę paramą socialiai remtiniams asmenims. Kadangi turtingesni namų ūkiai taip pat naudojami šiomis priemonėmis ir suvartoja mažesnę savo pajamų dalį, tai taip pat galėjo prisidėti prie didesnės taupymo normos⁵.

B pav.

Namų ūkių realiųjų pajamų raida

(pokyčiai nuo 2022 m. II kv., procentiniais punktais, ir kaitos veiksniai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas, ECB ir Eurostatas (ketvirtinės sektorių sąskaitos) bei ECB skaičiavimai.

Pastabos: dėl sezoninio pakoreguoti duomenys. Darbo pajamos apskaičiuojamos kaip atlygis darbuotojams, o ne darbo pajamos apima savarankiško darbo ir grynąsias palūkanų pajamas, dividendus ir nuomą; fiskalinės pajamos vertinamos likutine verte. Norint gauti realiąsias vertes, visoms namų ūkių pajamų dedamosioms taikomas nacionalinių sąskaitų privačiojo vartojimo defliatorius.

Nors per pastaruosius dvejus metus namų ūkių pajamos labai padidėjo, jie ir toliau nebuvo linkę išlaidauti.

Po atsigavimo po pandemijos realiojo privačiojo vartojimo augimas labai sumažėjo dėl sparčiai didėjančios infliacijos ir vėliau sugriežtintos pinigų politikos. Infliacijos didėjimą daugiausia lėmė labai pakilusios energijos ir maisto kainos, dėl to gana reikšmingai sumažėjo šių prekių vartojimas⁶. Vėliau padidėjusios palūkanų normos skatino taupymą ir tikriausiai labiau slopino ne paslaugų, o prekių vartojimą. Tai ypač paveikė ilgalaikio vartojimo prekių vartojimą, nes jis yra jautresnis palūkanų normoms nei paslaugų vartojimas⁷. Apskritai 2023 m. pradžioje prekių vartojimas vėl nukrito žemiau ikipandemimo lygio ir per pastaruosius dvejus metus iš esmės nesikeitė. Tuo pat metu paslaugų vartojimas ir toliau didėjo, tačiau gerokai nuosaikesniu tempu (žr. C pav.).

⁴ Žr., pavyzdžiui, Bańkowska, K. et al., „ECB Consumer Expectations Survey: an overview and first evaluation“, *Occasional Paper Series*, No 287, ECB, December 2021.

⁵ Išsamiau aptarta straipsnyje „Fiscal policy and high inflation“, *Economic Bulletin*, Issue 2, ECB, 2023.

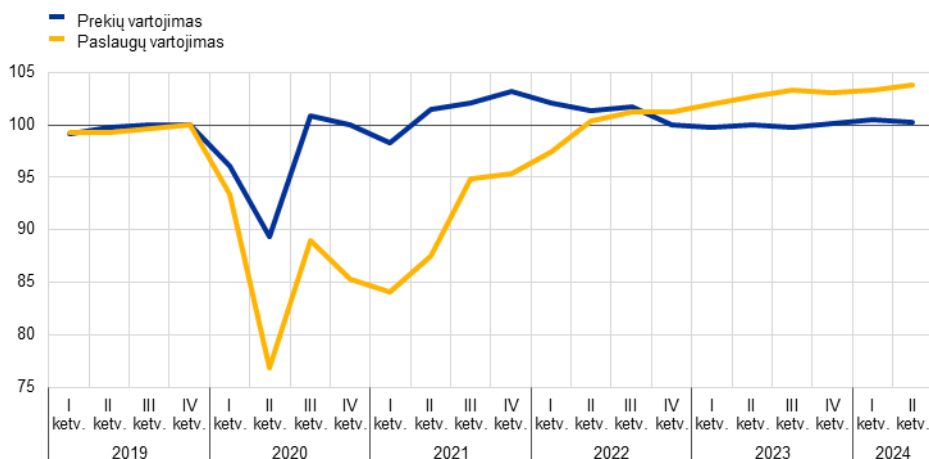
⁶ Žr. interpa „Didesnių energijos kainų poveikis paslaugų ir prekių vartojimui euro zonoje“, *Ekonomikos biuletėnis*, ECB, 2022, Nr. 8, ir interpa „Kaip namų ūkiai pakoregavo savo išlaidas ir taupymo įpročius, kad susidorotų su didele infliacija?“, *Ekonomikos biuletėnis*, ECB, 2024, Nr. 2.

⁷ Žr. interpa „Pinigų politika ir apdirbamosios gamybos bei paslaugų sektoriaus plėtros pastaruoju metu sulėtėjimas“, *Ekonomikos biuletėnis*, ECB, 2023, Nr. 8.

C pav.

Realusis namų ūkių prekių ir paslaugų vartojimas

(2019 m. IV ketv. = 100)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: dėl sezoniškumo pakoreguoti duomenys. Prekių ir paslaugų vartojimas grindžiamas realiais namų ūkių vartojimo pagal paskirtį duomenimis.

Padidėjus infliacijai, namų ūkių realusis grynasis turtas per pastaruosius dvejus metus sumažėjo, todėl padidėjo jų paskatos atkurti savo turtą.

Namų ūkių grynasis turtas, kurį sudaro nekilnojamasis turtas, indėliai, obligacijos ir akcijos, atėmus skolinius įsipareigojimus, po pandemijos labai padidėjo, nes buvo sukaupta su pandemija susijusių santaupų. Po pandemijos jis toliau didėjo nominaliaja išraiška, nors ir gerokai nuosaikiau (žr. D pav.)⁸. Tačiau realiaja išraiška namų ūkių grynasis turtas 2022 m. pradėjo mažėti, o per 2023 m. sumenko iki pandemijos buvusio lygio. Tikėtina, kad šis sumažėjimas prisidėjo prie pastaruosiu metu padidėjusios namų ūkių taupymo normos, nes namų ūkiai buvo skatinami atkurti savo realųjį grynąjį turtą⁹.

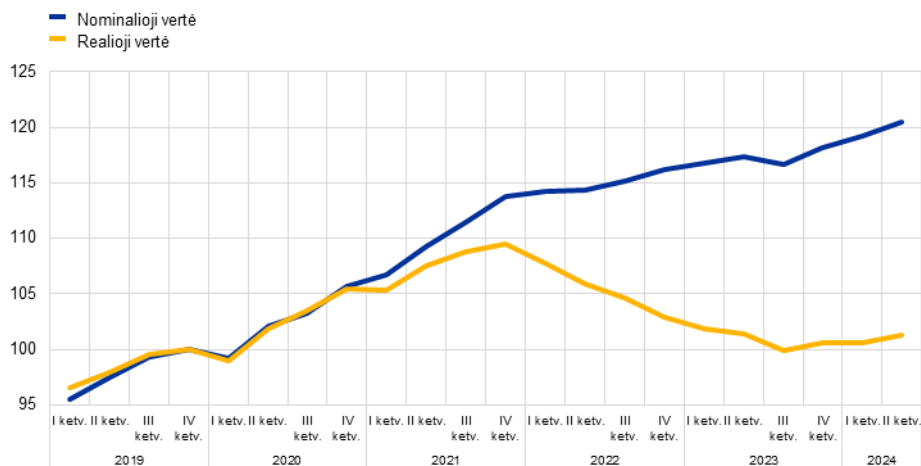
⁸ Žr. interpa "Household savings and wealth in the euro area – implications for private consumption", *Winter 2024 Economic Forecast*, European Commission, 2024.

⁹ Išsami infliacijos ir pinigų politikos poveikio turto paskirstymui analizė pateikta straipsnyje "Introducing the Distributional Wealth Accounts for euro area households", *Economic Bulletin*, Issue 5, ECB, 2024.

D pav.

Namų ūkių grynasis turtas

(2019 m. IV ketv. = 100)



Šaltiniai: Eurostatas, ECB ir Eurostatas (ketvirtinės sektorių sąskaitos) bei ECB skaičiavimai.

Pastaba: norint gauti realiąsias vertes, namų ūkių grynajam turtui taikomas nacionalinių sąskaitų privačiojo vartojimo defliatorius.

Namų ūkių vartojimo laiko eilučių modelis, naudojant tipinius makroekonominis veiksniai, padeda geriau atskleisti ekonominius veiksniai, lėmusius pastarojo meto taupymo normos padidėjimą.

Redukuotos formos paklaidų korekcijos modelis sujungia ir ilgalaikę, ir trumpalaikę dinamiką, kad būtų galima paaiškinti ketvirtinį vartojimo augimą¹⁰. Realiojo namų ūkių vartojimo lygį ilguoju laikotarpiu lemia namų ūkių realiųjų pajamų lygis, namų ūkių realusis grynasis turtas ir realiosios palūkanų normos. Siekiant paaiškinti vartojimo dinamiką, trumpuoju laikotarpiu taip pat yra svarbūs ir kiti cikliniai veiksniai, pavyzdžiui, vartotojų pasitikėjimas, kuris parodo atsargų kaupimo nenumatytiems atvejams motyvus. Modelyje namų ūkių taupymo normos pokytis išskaidomas į keturis veiksniai: pajamas, turtą, palūkanų normas ir vartotojų pasitikėjimą, darant prielaidą, kad namų ūkių realiosios pajamos didėja¹¹.

Empiriniai duomenys rodo, kad augančios realiosios pajamos ir didelės realiosios palūkanų normos kartu su neigiamu realiojo turto poveikiu per pastaruosius dvejus metus padidino namų ūkių santaupas.

Remiantis modelio rezultatais, nuo 2022 m. antrojo ketvirčio iki 2024 m. antrojo ketvirčio padidėjusią namų ūkių taupymo normą daugiausia galima priskirti pajamų poveikiui, nes namų ūkių vartojimas ne iš karto prisitaikė prie gerokai padidėjusių realiųjų pajamų. Taip pat svarbus vaidmuo teko palūkanų normų ir turto poveikiui (žr. E pav.). Kartu santaupoms teigiamą poveikį darė ir atsargų kaupimo nenumatytiems atvejams motyvai, ypač 2022 m. po Rusijos invazijos į Ukrainą, dėl kurios sumažėjo vartotojų

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

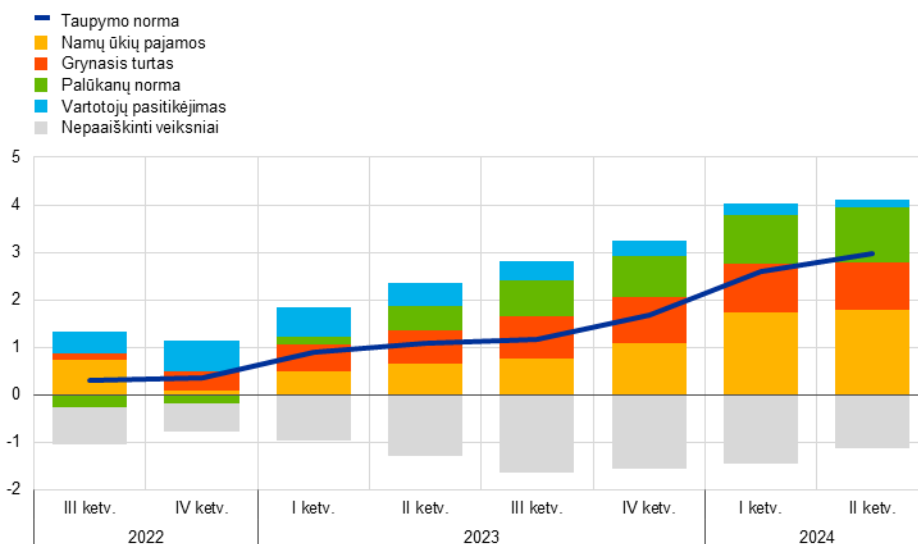
¹¹ Modelio parametrai vertinami naudojant duomenis nuo 1999 m. pirmojo ketvirčio iki 2019 m. paskutinio ketvirčio. Norint gauti realiąsias vertes, namų ūkių pajamoms ir grynajam turtui taikomas nacionalinių sąskaitų privačiojo vartojimo defliatorius. Realioji palūkanų norma vertinama pagal 3 mėn. EURIBOR normą, pakoreguotą pagal tikėtiną metinę vartotojų kainų infliaciją, nustatytą Europos Komisijos vartotojų apklausoje, ji už trūkstamą laikotarpį nuo 1999 m. pirmojo ketvirčio iki 2003 m. paskutinio ketvirčio apskaičiuojama atgaline data naudojant faktinės metinės infliacijos pagal SVKI indeksą. Vartotojų pasitikėjimas išreiškiamas nuokrypiais nuo jo ilgalaikio ikipandeminio vidurkio.

pasitikėjimas. Tačiau atrodo, kad tokių motyvų svarba sumenko, nes 2022 m. antrąjį pusmetį vartotojų pasitikėjimas po nuosmukio pamažu atsigavo¹². Galiausiai taupymo normos pokyčio per pastaruosius dvejus metus negalima visiškai paaiškinti pirmiau nurodytais veiksniais. Tai išryškėja išskaidymo nepaaiškintoje dalyje, iš kurios matyti, kad nemodeliuoti veiksniai kartu darė įtaką taupymo normos didėjimui nuo 2022 m. vidurio. Tačiau ši bendra perspektyva slepia aplinkybę, kad per pastaruosius tris ketvirčius santaupos padidėjo daugiau, nei tikėtasi anksčiau ir nustatyta pagal modelį. Tai greičiausiai rodo didesnę vartojimo inerciją ir laipsniškesnį namų ūkių išlaidų prisitaikymą prie didėjančios perkamosios galios ir mažėjančių neigiamų sukrėtimų, nei rodo istoriniai dėsningumai¹³.

E pav.

Namų ūkių taupymo normos pokyčio veiksniai – modeliu pagrįstas išskaidymas

(pokyčiai nuo 2022 m. II ketv., procentiniais punktais, ir kaitos veiksniai, procentiniais punktais)



Šaltiniai: Eurostatas, ECB, ECB ir Eurostatas (ketvirtinės sektorių sąskaitos) bei ECB skaičiavimai.

Pastaba: paveiksle parodyti realiųjų namų ūkių pajamų, realiojo grynojo turto, realiųjų palūkanų normų ir vartotojų pasitikėjimo kaitos veiksniai, lėmę namų ūkių taupymo normos bendrus pokyčius nuo 2022 m. antrojo ketvirčio, remiantis įvertintu privačiojo vartojimo augimo paklaidų korekcijos modeliu ir darant prielaidą, kad realiosios namų ūkių pajamos didėja.

Vertinant ateities perspektyvas, tikėtina, kad trumpuoju laikotarpiu namų ūkių taupymo norma ir toliau bus padidėjusi, bet ilgainiui turėtų būti mažesnė, nei yra dabar. Kadangi pagrindiniai veiksniai, t. y. didėjančios realiosios pajamos, pakilusios realiosios palūkanų normos ir paskatos atkurti realųjį turtą, greičiausiai nekis kurį laiką, tikimasi, kad trumpuoju laikotarpiu taupymo norma ir toliau bus didelė, nors ir bus šiek tiek mažesnė, nei neseniai pasiekta aukščiausia riba, iš dalies dėl mažėjančių palūkanų normų. Tikėtina, kad taupymo normos sumažėjimas kartu su toliau sparčiai didėjančiomis realiosiomis darbo pajamomis padės toliau augti privačiajam vartojimui.

¹² Žr. interpa „Kodėl euro zonos namų ūkiuose vis dar vyrauja niūrios nuotaikos ir kokį poveikį tai turi privačiajam vartojimui?“, *Ekonomikos biuletenis*, ECB, 2024, Nr. 6.

¹³ Kitas į modelį neįtrauktas veiksnys, kuris galėjo turėti įtakos pastaruosiu metu padidėjusioms taupymo normoms, yra susijęs su dideliu neapibrėžtumu dėl ilgesnio laikotarpio politikos iššūkių; žr. šio *Ekonomikos biuletenio* interpa „Kokius ekonominius signalus siunčia neapibrėžtumo matai?“.

5 Pinigų politikos poveikio perdavimas prekių ir paslaugų infliacijai – išsami perspektyva

Parengė Anastasia Allayioti, Bruno Fagandini, Lucyna Górnicka ir Catalina Martínez Hernández

Pinigų politika įvairiais kanalais veikia vartotojų kainas, o jos poveikis įvairioms vartojimo kategorijoms skiriasi tiek sparta, tiek dydžiu. Po pandemijos kilusį infliacijos šuolį lėmė precedento neturintis sukrėtimų, įskaitant tiekimo grandinės ir energetinius sukrėtimus ir dėl ekonomikos atsivėrimo susikaupusią paklausą, derinys. ECB reagavo ryžtingai, atsisakydamas skatinamosios pinigų politikos pozicijos, kuri palaikė ekonomiką per pandemiją, ir pradėdamas vykdyti ribojamąją politiką. Vėlesnis bendras dezinfliacijos procesas rodė, kad pasiūlos sukrėtimai išblėso, o staigaus ir ryžtingo palūkanų normų didinimo politika buvo veiksminga. Kartu dezinfliacijos procesą lydėjo ilgalaikė grynosios infliacijos, kuri apibrėžiama kaip suderintas vartotojų kainų indeksas, neįskaitant energijos ir maisto produktų (SVKIX), dinamika. Šiame interpe analizuojamas nevienodas pinigų politikos sukrėtimų poveikio perdavimas infliacijai euro zonoje, daugiausia dėmesio skiriant į SVKIX įtrauktų atskirų prekių ir paslaugų kainų skirtingai reakcijai. Iš šio indekso galima nemažai sužinoti apie infliacijos dedamosios, kuri, kaip manoma, paprastai rodo pastovesnę dinamiką, pokyčius.

Pinigų politikos poveikio perdavimo išskaidytoms kainoms įvertinimas gali papildyti standartinę agreguotos infliacijos analizę. Šiame interpe pateikiamas pinigų politikos sukrėtimų poveikio kiekvieno iš 72 COICOP-4 straipsnių, įtrauktų į SVKIX krepšelį, kainoms įvertis¹. Įvertinus pagal atskiriems straipsniams skirtus Bajeso vektorinės autoregresijos modelius (BVAR)², atskiri prekių ir paslaugų straipsniai skirstomi į tris jautrumo kategorijas pagal jų reakciją į pinigų politikos sukrėtumus per trejus metus: i) labai jautrius, ii) vidutiniškai jautrius ir iii) nejautrius^{3,4}. Taip galima įvertinti, kurie grynosios infliacijos krepšelio straipsniai stipriai reaguoja į pinigų politikos sukrėtumus, taip pat kurie straipsniai reaguoja greitai arba tik su

¹ Individualaus vartojimo išlaidų pagal paskirtį klasifikatorius (COICOP) standartizuoja vartojimo krepšelio straipsnius įvairiose šalyse. Keturiženklis klasifikatorius euro zonoje apima 93 kainų kategorijas. Išsamesnė informacija skelbiama [Eurostato svetainėje](#).

² Remiantis Allayioti, A., Górnicka, L., Holton, S. and Martínez Hernández, C., “[Monetary policy pass-through to consumer prices: evidence from granular price data](#)”, *Working Paper Series*, No 3003, ECB, Frankfurt am Main, 2024. Vertinant naudojami konkretiems straipsniams skirti Bajeso vektorinės autoregresijos modeliai (BVAR), į kuriuos įtraukti įvairūs makrofinansiniai kontrolės rodikliai. Įvairių straipsnių imtis skiriasi ir apima laikotarpį nuo šio amžiaus pirmojo dešimtmečio pradžios iki 2023 m. rugsėjo mėn. Pinigų politikos sukrėtimai yra tokie, kaip nurodyti straipsnyje Jarocinski, M. and Karadi, P., “[Deconstructing Monetary Policy Surprises – The Role of Information Shocks](#)”, *American Economic Journal: Macroeconomics*, Vol. 12(2), 2020, pp. 1-43. Šie sukrėtimai buvo atnaujinti pagal netikėtumų duomenų bazę, pateiktą straipsnyje Altavilla, C., Brugnolini, L., Gürkaynak, R.S., Motto, R. and Ragusa, G., “[Measuring euro area monetary policy](#)”, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 108, 2019, pp. 162-179.

³ Straipsniai, kurių kainų reakcijos per 36 mėn. nuo sukrėtimo buvo neigiamos ir statistiškai reikšmingos ne mažiau kaip tris mėnesius iš eilės, priskiriami straipsnių, jautrių pinigų politikos sukrėtimams, kategorijai. Kiti straipsniai klasifikuojami kaip nejautrius. Jautrius straipsniai toliau skirstomi į „labai“ ir „vidutiniškai“ jautrius, atsižvelgiant į tai, ar jų didžiausia neigiama reakcija yra didesnė (vidutinio jautrumo), ar mažesnė (didelio jautrumo) už visų jautrių straipsnių reakcijos medianą.

⁴ Panašus vartojimo, kainų ir pajamų klasifikavimas JAV atliktas straipsnyje Andreolli, M., Rickard, N. and Surico, P., “[Non-Essential Business-Cycles](#)”, *NBER Working Paper*, 2024.

dideliu vėlavimu. Tokia informacija suteikia vertingų įžvalgų apie pinigų politikos poveikio perdavimą agreguotai infliacijai euro zonoje.

Pramonės prekių, neįskaitant energijos, kategoriją sudaro daugiau straipsnių, kurie priskiriami pinigų politikai jautriems straipsniams, nei paslaugų kategoriją. Straipsniai, kurie yra labai arba vidutiniškai jautrūs pinigų politikai, sudaro 33 % euro zonos SVKIX krepšelio ir didesnę pramonės prekių, neįskaitant energijos, kategorijos dalį (44 %), palyginti su paslaugų kategorija (26 %)⁵. Apskritai jautrią kategoriją (kuriai priskiriami labai ir vidutiniškai jautrūs straipsniai) sudaro ilgalaikio, pusiau ilgalaikio ir neilgalaikio naudojimo prekės, o jautrios paslaugos daugiausia susijusios su poilsiu ir transportu. A pav. parodytas didžiausias pinigų politikos sukrėtimų poveikis atrinktiems atskiriems straipsniams, kurie laikomi labai jautriais. Apskritai pinigų politikos poveikio perdavimo atskiriems šios kategorijos straipsniams stiprumas yra labai nevienodas. Vidutiniškai didžiausias pinigų politikos poveikis A pav. pateiktų labai jautrių straipsnių kainoms yra šiek tiek didesnis paslaugų kategorijoje nei pramonės prekių, neįskaitant energijos, kategorijoje. Paslaugų kategorijoje didžiausias poveikis daromas „Keleivių vežimo oro transportu“, taip pat „Mišriojo keleivių vežimo“ ir „Atostogų paketų“ straipsniams. Pramonės prekių, neįskaitant energijos, kategorijoje didžiausias poveikis yra „Įrašų laikmenų“, taip pat „Autobusų“ ir „Drabužių audinių“ straipsniams. Didesnį pinigų politikos sukrėtimų poveikį kai kurioms labai jautrioms paslaugoms nei labai jautriems pramonės prekių, neįskaitant energijos, straipsniams galima paaiškinti tuo, kad šios paslaugos pasirenkamos savo nuožiūra ir yra susijusios su laisvalaikio⁶.

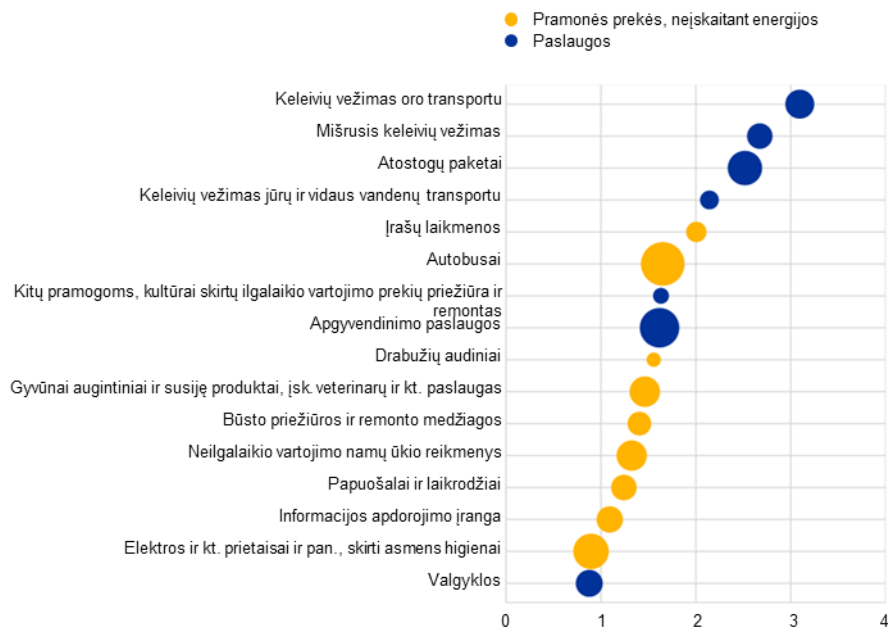
⁵ Apskritai pinigų politikos sukrėtimams jautrūs straipsniai sudaro maždaug trečdalį SVKIX dinamikos ir yra tolygiai pasiskirstę tarp pramonės prekių, neįskaitant energijos (50,1 %), ir paslaugų (49,9 %) kategorijų.

⁶ Literatūroje fiksuojamas didelis vartotojų energijos kainų jautrumas pinigų politikos sukrėtimams. Žr., pavyzdžiui, Ampudia, M., Ehrmann, M. and Strasser, G., „[The effect of monetary policy on inflation heterogeneity along the income distribution](#)“, *BIS Working Paper*, No 1124, September 2023.

A pav.

Didžiausias pinigų politikos poveikis labai jautriems straipsniams

(x ašis: didžiausias suvestinis pokytis, procentais; burbulo dydis: straipsnio reikšmė SVKIX)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: burbulai rodo didžiausią poveikį straipsniams, kurie labiausiai reaguoja į pinigų politikos sukrėtimus per trejus metus. Rezultatai grindžiami impulsinių reakcijų posteriorinio pasiskirstymo mediana, normalizuota taip, kad vienu metų trukmės Vokietijos obligacijų pajamingumas padidėja 25 baziniais punktais. Burbulų dydis siejamas su konkrečiu straipsnio reikšme SVKIX ir grindžiamas 2024 m. vartojimo straipsnių reikšme.

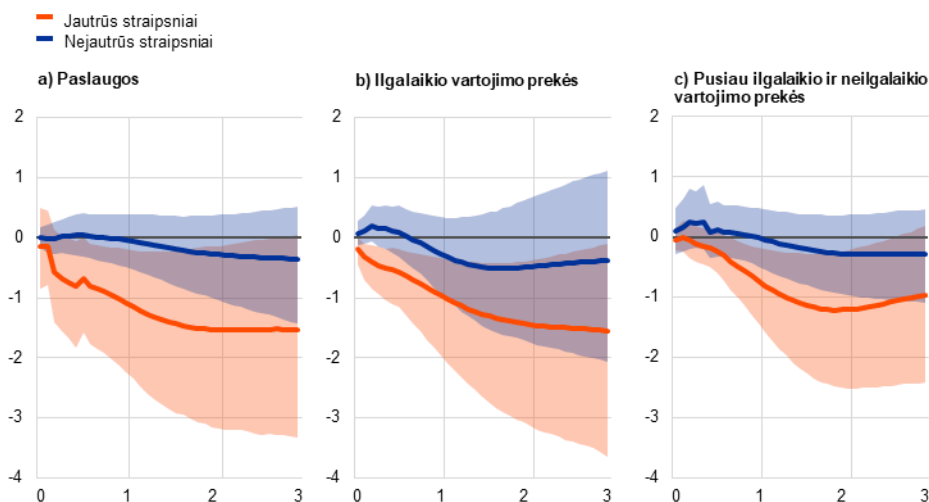
Pinigų politika daro panašų didžiausią poveikį prekių ir paslaugų straipsniams, kurie priskiriami jautriems. B pav. pateiktas jautrių ir nejautrių straipsnių impulsinių reakcijų į 25 bazinių punktų pinigų politikos sukrėtimą palyginimas⁷. Nors abiejų grupių patikimumo ribos sutampa, jautrių straipsnių impulsinės reakcijos dažniau atitinka neigiamas vertes ir skiriasi nuo nulio pagal 68 % patikimumo ribas. Praėjus maždaug 20 mėn., 25 bazinių punktų griežtesnės pinigų politikos sukrėtimas sumažina jautrių paslaugų ir jautrių ilgalaikio vartojimo prekių suvestinį kainų pokytį maždaug 1,5 procentinio punkto. Be to, ilgalaikio vartojimo prekių reakcija yra stipresnė, palyginti su pusiau ilgalaikio vartojimo ir neilgalaikio vartojimo prekių straipsniais, kaip matyti iš ankstesnių laikotarpių duomenų.

⁷ Prekės toliau skirstomos į ilgalaikio vartojimo ir kitas prekes, remiantis keliais tyrimais, kuriuose užfiksuota, kad išlaidos ilgalaikio vartojimo prekėms yra labiau cikliškos ir labiau reaguoja į pinigų politikos pokyčius nei išlaidos neilgalaikio vartojimo prekėms ar paslaugoms. Žr., pavyzdžiui, Dedola, L. and Lippi, F., "The monetary transmission mechanism: Evidence from the industries of five OECD countries", *European Economic Review*, Vol. 49(6), 2005, pp.1543-1569.

B pav.

Jautrių ir nejautrių pramonės prekių, neįskaitant energijos, ir paslaugų agreguotų rodiklių reakcija į pinigų politikos sukrėtimus

(x ašis: metai; y ašis: suvestiniai pokyčiai, procentais)



Šaltiniai: Eurostatas ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: linijos – impulsinių reakcijų posteriorinio pasiskirstymo mediana, o patamsintos zonos – 68 % patikimumo ribos. Impulsinės reakcijos normalizuotos taip, kad 1 m. Vokietijos obligacijų pajamingumas padidėja 25 baziniais punktais.

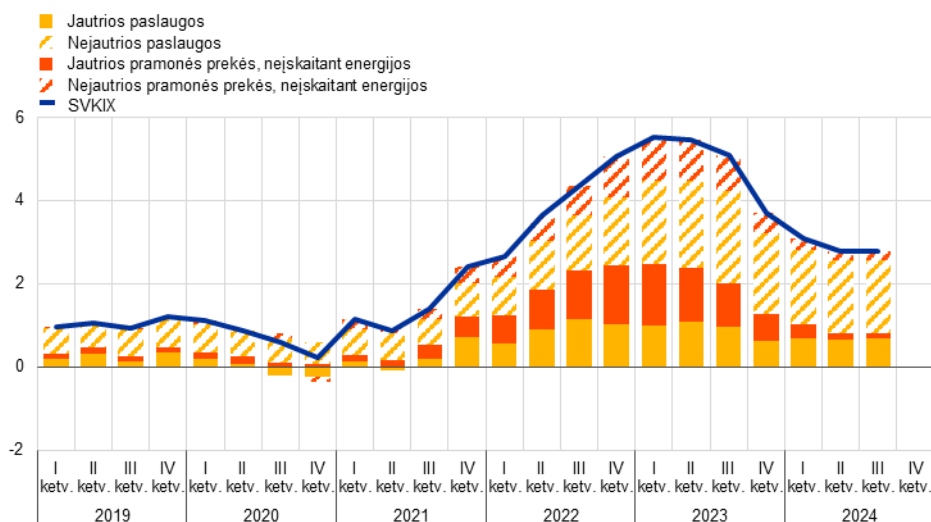
Nuo tada, kai grynoji infliacija pasiekė didžiausią lygį, pinigų politikai jautriems straipsniams priskiriamų straipsnių infliacijos rodikliai mažėjo labiau nei pinigų politikai nejautrių straipsnių infliacijos rodikliai. SVKIX infliacija didžiausią lygį pasiekė 2023 m. kovo mėn. ir sudarė 5,7 %, o prie bendro rodiklio reikšmingai prisidėjo tiek jautrūs, tiek nejautrūs straipsniai (jautrūs straipsniai sudarė maždaug 2,6 procentinio punkto, žr. C pav.). Nuo to laiko ribojamoji pinigų politika kartu su blėstančiais neįprastais sukrėtimais darė laipsnišką poveikį kainoms, ypač jautrių straipsnių. Naujausi duomenys rodo, kad dalis jautrių straipsnių gerokai sumažėjo – prie 2024 m. spalio mėn. 2,7 % SVKIX infliacijos rodiklio jie prisidėjo tik 0,8 procentinio punkto. Dėl to pagrindiniai grynosios infliacijos veiksniai buvo nejautrūs straipsniai, ypač nejautrios paslaugos – nuoma, su medicina susijusios paslaugos ir kai kurie draudimo straipsniai⁸. SVKIX infliacijai pasiekus aukščiausią 5,7 % lygį, nejautrių paslaugų dalis sudarė 2,1, o naujausi duomenys rodo, kad jų dalis siekia 1,7 procentinio punkto – tai sudaro beveik du trečdalius pastarojo mėto SVKIX infliacijos pokyčių.

⁸ 20 iš 28 straipsnių, priskirtų prie vėlai kintančių, sutampa su mūsų pinigų politikai nejautrių straipsnių klasifikavimu. Žr. straipsnį “The heterogeneous developments of the components of euro area core inflation”, *Economic Bulletin*, No. 4, Banca d’Italia, October 2023. Tokių straipsnių pavyzdžiai – nuoma, medicininės ir odontologinės paslaugos, su sveikata ir transportu susijęs draudimas.

C pav.

SVKIX infliacijos pokyčiai – išskaidymas į pinigų politikos sukrėtimams jautrius ir nejautrius straipsnius

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



Šaltiniai: Eurostato ir ECB ekspertų skaičiavimai.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. trečiojo ketvirčio.

Nors išsami analizė patvirtina, kad pastaruoju metu didelės paslaugų infliacijos vaidmuo yra pagrindinis agreguotos infliacijos veiksnys, ji taip pat išryškina paslaugų kategorijos nevienalytiškumą. Nustatytas skirtingas jautrumas ne tik tarp dviejų pagrindinės infliacijos subkomponentų (pramonės prekių, neįskaitant energijos, ir paslaugų) straipsnių, bet ir kiekvienoje kategorijoje. Išskaidyta analizė taip pat rodo, kad, nepaisant to, jog daugumos paslaugų straipsnių reakcija į naujausią sugriežtinimo ciklą buvo gana vangiai, pinigų politika sėkmingai slopino įvairių paslaugų straipsnių, visų pirma susijusių su poilsio ir transporto paslaugomis, kainų augimą. Apskritai šie duomenys rodo, kad išsamus straipsnių, kurių reakcija yra ypač stipri, nustatymas gali padėti įvertinti poveikio perdavimo agreguotai infliacijai mastą ir laiku jį stebėti.

Likvidumo sąlygos ir pinigų politikos operacijos nuo 2024 m. liepos 24 d. iki spalio 22 d.

Parengė Yannik Schneider ir Kristian Tötterman

Šiame interpe aprašomos Eurosistemos likvidumo sąlygos ir pinigų politikos operacijos per 2024 m. penktąjį ir šeštąjį privalomųjų atsargų laikymo laikotarpius. Abu šie privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai truko nuo 2024 m. liepos 24 d. iki spalio 22 d. (toliau – apžvelgiamas laikotarpis).

Apžvelgiamu laikotarpiu perteklinis likvidumas euro zonos bankų sistemoje ir toliau mažėjo. Vidutinio perteklinio likvidumo mažėjimui įtaką darė tai, kad 2024 m. rugsėjo 25 d. baigėsi devintosios operacijos pagal trečiąją tikslių ilgesnės trukmės refinansavimo operacijų (TITRO III.9) seriją terminas ir bankai anksčiau termino grąžino dešimtosios – paskutinės – operacijos lėšas. Dėl pagal turto pirkimo programas (TPP) įsigyto portfelio mažėjimo, 2023 m. liepos pradžioje nutraukus reinvesticijas pagal TPP, sumenko ir likvidumo didinimas. Nuo 2024 m. liepos pradžios taip pat ėmė mažėti pagal specialiąją pandemiją pirkimo programą (SPPP) įsigytas portfelis, nes pagrindinės sumos, gautos iš vertybinių popierių suėjus jų terminui, dabar reinvestuojamos tik iš dalies. Toliau mažėjantys likvidumą mažinantys grynieji autonominiai veiksniai iš dalies atsvėrė sumenkusį likvidumo mažinimą, nors ir lėtesniu tempu, palyginti su ankstesniais laikotarpiais.

Vadovaudamasis pakeista operacine sąranga ir kaip skelbė 2024 m. kovo mėn., ECB nuo 2024 m. rugsėjo 18 d. sumažino skirtumą tarp palūkanų normos už naudojimąsi indėlių galimybe ir pagrindinių refinansavimo operacijų (PRO) palūkanų normos – nuo 50 iki 15 bazinių punktų. Taip pat buvo pakoreguota palūkanų norma už naudojimąsi ribinio skolinimosi galimybe, kad skirtumas tarp šios ir PRO palūkanų normos ir toliau būtų nepakitęs ir sudarytų 25 bazinius punktus. Apžvelgiamu laikotarpiu skirtumo koregavimas neturėjo reikšmingo poveikio bankų dalyvavimui Eurosistemos kredito operacijose ir bendram aktyvumui pinigų rinkoje. Be to, pinigų rinkos palūkanų normoms įtakos neturėjo ir 2024 m. šeštojo privalomųjų atsargų laikymo laikotarpio pradžioje sumažėjęs indėlių galimybės palūkanų normos ir PRO normos skirtumas. Įkaitu neužtikrinto finansavimo rinkoje euro trumpalaikio skolinimosi norma (€STR) mažėjo kartu su 25 bazinių punktų palūkanų normos pokyčiais. Atpirkimo sandorių palūkanų normos taip pat sklandžiai koregavosi pagal šiuos pokyčius.

Likvidumo poreikis

Apžvelgiamu laikotarpiu vidutinis dienos bankų sistemos likvidumo poreikis, apibrėžiamas kaip gryųjų autonominių veiksnių ir privalomųjų atsargų suma, sumažėjo 21,9 mlrd. ir sudarė 1 462,1 mlrd. eurų. Tai rodė, kad likvidumą mažinantys autonominiai veiksniai padidėjo mažiau nei likvidumą didinantys autonominiai veiksniai (žr. A lentelę). Privalomųjų atsargų reikalavimai šiek tiek

padidėjo – 0,9 mlrd. eurų (iki 162,5 mlrd. eurų), o tai turėjo tik nedidelį poveikį bendro likvidumo poreikio pokyčiui.

Likvidumą mažinantys autonominiai veiksniai apžvelgiamu laikotarpiu padidėjo 45 mlrd. eurų, pirmiausia dėl padidėjusių kitų autonominių veiksnių.

Vidutiniškai gryniesi kiti autonominiai veiksniai padidėjo 36,5 mlrd. eurų. Tai daugiausia lėmė dėl didesnių aukso kainų 49,1 mlrd. eurų padidėjusios perkainojimo sąskaitos, kurių poveikį likvidumui atsvėrė atitinkamai didesnis likvidumą didinantis grynojo užsienio turto portfelis. Valdžios sektoriaus indėliai padidėjo nedaug – 0,7 mlrd. eurų (iki 118,4 mlrd. eurų). Tai reiškė, kad nuolat mažėję valdžios sektoriaus indėliai, pirmą kartą nustojo mažėti nuo 2022 m. pavasarį pasiekto aukščiausio lygio, t. y. 655,2 mlrd. eurų. Bendras sumažėjimas rodė nacionalinių išdo departamentų turimų grynujų pinigų atsargų normalizavimąsi, taip pat atlygio už valdžios sektoriaus indėlius Eurosistemoje pokyčius, dėl kurių lėšų laikymas rinkoje tapo finansiškai patrauklesnis. Vidutinė banknotų apyvartoje vertė per apžvelgiamą laikotarpį padidėjo 7,8 mlrd. – iki 1 562,7 mlrd. eurų. Banknotų paklausa, pasiekusi aukščiausią lygį 2022 m. liepos mėn., ir toliau yra stabili.

Likvidumą didinantys autonominiai veiksniai padidėjo 67,7 mlrd. eurų, daugiausia dėl 53,8 mlrd. eurų išaugusio grynojo užsienio turto. Beveik visą šį grynojo užsienio turto padidėjimą lėmė dėl didesnių aukso kainų vidutiniškai 49,9 mlrd. eurų išaugusi aukso atsargų vertė¹. Grynasis turtas eurais per apžvelgiamą laikotarpį padidėjo 13,9 mlrd. eurų, o tai rodė tiek sumažėjusius nepiniginės politikos indėlius, tiek padidėjusias nepiniginės politikos investicijas.

¹ Nors aukso kainų pokyčiai lėmė didžiąją perkainojimo sąskaitų pokyčių dalį per apžvelgiamą laikotarpį, iš sąskaitų0 taip pat matyti valiutų kursų ir vertybinių popierių kainų svyravimai. Tai paaiškina, kodėl perkainojimo sąskaitų pokyčiai glaudžiai susiję su aukso atsargų vertės pokyčiais, tačiau nėra jiems lygūs.

A lentelė

Eurosistemos likvidumo sąlygos

Įsipareigojimai

(vidurkiai; mlrd. eurų)

	Dabartinis apžvelgiamas laikotarpis: 2024 m. liepos 24 d.–spalio 22 d.						Ankstesnis apžvelgtas laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–liepos 23 d.	
	penktasis ir šeštasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai		penktasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. liepos 24 d.–rugsėjo 17 d.		šeštasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. rugsėjo 18 d.–spalio 22 d.		trečiasis ir ketvirtasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai	
Likvidumą mažinantys autonominiai veiksniai	2 685,6	(+45,0)	2 675,3	(+23,8)	2 702,1	(+26,9)	2 640,6	(+20,8)
Banknotai apyvartoje	1 562,7	(+7,8)	1 564,2	(+4,7)	1 560,2	(–4,0)	1 554,9	(+10,3)
Valdžios sektoriaus indėliai	118,4	(+0,7)	119,2	(+4,0)	117,1	(–2,0)	117,7	(–36,9)
Kiti autonominiai veiksniai (grynieji) ¹	1 004,5	(+36,5)	991,9	(+15,1)	1 024,8	(+32,9)	968,0	(+47,5)
Einamosios sąskaitos, neįskaitant privalomųjų atsargų	6,7	(+1,0)	7,1	(+0,9)	6,1	(–1,0)	5,7	(–1,3)
Privalomosios atsargos²	162,5	(+0,9)	162,2	(+0,3)	162,9	(+0,7)	161,6	(+0,1)
Naudojimasis indėlių galimybe	3 031,9	(–138,8)	3 058,7	(–54,5)	2 989,1	(–69,6)	3 170,8	(–250,6)
Likvidumo mažinimo koreguojamosios operacijos	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.

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

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

Turtas

(vidurkiai; mlrd. eurų)

	Dabartinis apžvelgiamas laikotarpis: 2024 m. liepos 24 d.–spalio 22 d.						Ankstesnis apžvelgtas laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–liepos 23 d.	
	penktasis ir šeštasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai		penktasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. liepos 24 d.–rugsėjo 17 d.		šeštasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. rugsėjo 18 d.–spalio 22 d.		trečiasis ir ketvirtasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai	
Likvidumą didinantys autonominiai veiksniai	1 386,2	(+67,7)	1 373,0	(+44,6)	1 407,5	(+34,6)	1 318,6	(+68,3)
Grynasis užsienio turtas	1 099,2	(+53,8)	1 083,7	(+20,0)	1 123,9	(+40,1)	1 045,4	(+65,8)
Grynasis turtas eurais	287,1	(+13,9)	289,2	(+24,6)	283,6	(–5,6)	273,2	(+2,5)
Pinigių politikos priemonės	4 500,8	(–159,7)	4 530,5	(–74,4)	4 453,0	(–77,5)	4 660,5	(–299,0)
Atvirosios rinkos operacijos	4 500,8	(–159,7)	4 530,5	(–74,4)	4 453,0	(–77,5)	4 660,5	(–299,0)
Kredito operacijos	76,4	(–57,7)	88,5	(–22,1)	56,9	(–31,6)	134,0	(–199,9)
- PRO	4,9	(+1,0)	3,0	(–2,7)	7,8	(+4,7)	3,9	(–0,0)
- 3 mėn. ITRO	9,6	(+2,0)	9,1	(+2,1)	10,5	(+1,5)	7,7	(+1,3)
- TITRO III	61,9	(–60,6)	76,4	(–21,5)	38,6	(–37,8)	122,5	(–201,2)
Vienakrypčių sandorių portfeliai ¹	4 424,4	(–102,1)	4 442,0	(–52,2)	4 396,1	(–45,9)	4 526,5	(–99,0)
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.

¹ Nutraukus grynuosius turto pirkimus, individualius tiesioginių portfelių suskirstymas nepateikiamas.

Kita informacija apie likvidumą

(vidurkiai; mlrd. eurų)

	Dabartinis apžvelgiamas laikotarpis: 2024 m. liepos 24 d.–spalio 22 d.						Ankstesnis apžvelgtas laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–liepos 23 d.	
	penktasis ir šeštasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai		penktasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. liepos 24 d.–rugsėjo 17 d.		šeštasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. rugsėjo 18 d.–spalio 22 d.		trečiasis ir ketvirtasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiai	
Bendras likvidumo poreikis ¹	1 462,1	(–21,9)	1 464,8	(–20,7)	1 457,9	(–6,9)	1 484,0	(–47,1)
Grynieji autonominiai veiksniai ²	1 299,6	(–22,8)	1 302,6	(–21,0)	1 294,9	(–7,7)	1 322,5	(–47,2)
Perteklinis likvidumas ³	3 038,6	(–137,9)	3 065,8	(–53,6)	2 995,2	(–70,6)	3 176,5	(–251,8)

Šaltinis: ECB.

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

¹ Grynujų autonominių veiksnių ir privalomųjų atsargų reikalavimų suma.

² Autonominį likvidumo veiksnių įsipareigojimų dalyje ir autonominių likvidumo veiksnių turto dalyje skirtumas. Šioje lentelėje grynieji autonominiai veiksniai apima nebaigtus atsiskaitymus.

³ 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: 2024 m. liepos 24 d.–spalio 22 d.				Ankstesnis apžvelgtas laikotarpis: 2024 m. balandžio 17 d.–liepos 23 d.			
	penktasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. liepos 24 d.– rugsėjo 17 d.		šeštasis privalomųjų atsargų laikymo laikotarpis: 2024 m. rugsėjo 18 d.– spalio 22 d.		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.	
PRO	4,25	(+0,00)	3,65	(–0,60)	4,50	(+0,00)	4,25	(–0,25)
Ribinio skolinimosi galimybės	4,50	(+0,00)	3,90	(–0,60)	4,75	(+0,00)	4,50	(–0,25)
Naudojimasis indėlių galimybe	3,75	(+0,00)	3,50	(–0,25)	4,00	(+0,00)	3,75	(–0,25)
€STR	3,663	(+0,001)	3,414	(–0,249)	3,907	(–0,00)	3,662	(–0,245)
RepoFunds Rate Euro indeksas	3,728	(+0,014)	3,493	(–0,235)	3,953	(+0,007)	3,714	(–0,239)

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 teikiamas likvidumas

Apžvelgiamu laikotarpiu pinigų politikos priemonėmis suteiktas likvidumas vidutiniškai sumažėjo 159,7 mlrd. – iki 4 500,8 mlrd. eurų (žr. A pav.). Šį

likvidumo pasiūlos sumažėjimą daugiausia lėmė sumenkę Eurosistemos vienakrypčių sandorių portfeliai ir mažesniu mastu – Eurosistemos kredito operacijų grąžinamos lėšos.

Kredito operacijomis suteiktas vidutinis likvidumas apžvelgiamu laikotarpiu sumažėjo 57,7 mlrd. ir sudarė 76,4 mlrd. eurų. Šis sumažėjimas iš esmės susijęs

su TITRO III likučių sumažėjimu dėl to, kad rugsėjo 25 d. baigėsi devintosios operacijos pagal TITRO III (42,2 mlrd. eurų) terminas ir buvo anksčiau termino grąžintos kitos TITRO lėšos (5,1 mlrd. eurų). Trijų mėnesių ilgesnės trukmės refinansavimo operacijų (ITRO) vidutinis likutis padidėjo 2,0 mlrd. eurų, o Eurosistemos balanse užregistruotos PRO atsargos – 1,0 mlrd. eurų. Gana ribotas bankų dalyvavimas šiose reguliariose operacijose ir jų gebėjimas grąžinti dideles TITRO lėšų sumas be didelių reguliarių refinansavimo operacijų rodo, kad bankų likvidumo pozicijos iš esmės yra geros, ir tai, kad yra alternatyvių finansavimo šaltinių su patraukliomis palūkanų normomis. Šio Ekonomikos biuletenio 7 interpe išsamiai aptariamoms grąžinamos TITRO lėšos apskritai ir laipsniško šių operacijų atsisakymo poveikis bankų skolinimosi sąlygoms.

Apžvelgiamu laikotarpiu per turimus vienakrypčių sandorių portfelius

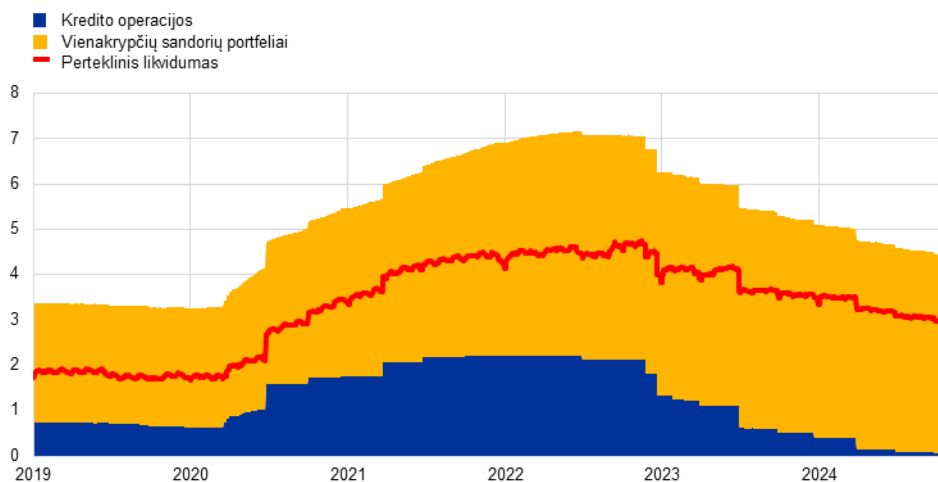
suteiktas vidutinis likvidumas sumažėjo 102,1 mlrd. – iki 4 424,4 mlrd. eurų. Šį sumažėjimą lėmė tai, kad nuo 2023 m. liepos 1 d. buvo nutrauktas lėšų, gautų iš

vertybinių popierių, įsigytų pagal TPP, reinvestavimas ir mažesniu mastu – dalinis reinvestavimas pagal SPPP nuo 2024 m. liepos 1 d.^{2,3}

A pav.

Atvirosios rinkos operacijomis suteikto dienos likvidumo ir perteklinio likvidumo raida

(mlrd. eurų)



Šaltinis: ECB.

Pastaba: naujausi duomenys – 2024 m. spalio 22 d.

Perteklinis likvidumas

Apžvelgiamu laikotarpiu vidutinis perteklinis likvidumas sumažėjo

137,9 mlrd. – iki 3 038,6 mlrd. eurų (žr. A pav.). Perteklinis likvidumas – bankų laikomų atsargų, viršijančių privalomųjų atsargų reikalavimą, ir jų 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 to, kai 2022 m. lapkričio mėn. buvo pasiektas didžiausias 4 748 mlrd. eurų lygis, perteklinis likvidumas nuolat mažėjo ir apžvelgiamo laikotarpio pabaigoje sudarė šiek tiek mažiau nei 3 000 mlrd. eurų.

Palūkanų normų raida

Per apžvelgiamą laikotarpį Valdančioji taryba du kartus po 25 bazinius punktus, taigi iš viso 50 bazinių punktų, sumažino visas tris ECB pinigų politikos palūkanų normas, įskaitant palūkanų normą už naudojimąsi indėlių galimybe (ja ji nustato savo pinigų politikos kryptį). Apžvelgiamo laikotarpio

² 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.

³ 2024 m. birželio mėn. Valdančioji taryba patvirtino, kad 2024 m. antrąjį pusmetį ECB tik iš dalies reinvestuos pagrindines sumas, gautas iš pagal SPPP įsigytų vertybinių popierių išpirkimo, suėjus jų terminui. Valdančioji taryba ketina 2024 m. pabaigoje visiškai nutraukti reinvestavimą pagal SPPP.

pabaigoje indėlių galimybės, PRO ir ribinio skolinimosi galimybės palūkanų normos buvo atitinkamai 3,25, 3,40 ir 3,65 %.

Du kartus sumažinus pinigų politikos palūkanų normas ir kartu sumažinus indėlių galimybės bei PRO palūkanų normų skirtumą, iki apžvelgiamo laikotarpio pabaigos tiek PRO, tiek ribinio skolinimosi galimybės palūkanų normos sumažėjo 85 baziniais punktais. Sumažėjęs indėlių galimybės ir PRO palūkanų normų skirtumas neturėjo didelės įtakos bankų naudojimuisi refinansavimo operacijomis ir bendram pinigų rinkos aktyvumui.

Vidutinė €STR rodė pinigų politikos palūkanų normų sumažinimą, indėlių galimybės palūkanų normų skirtumas ir toliau buvo stabilus. Apžvelgiamu laikotarpiu €STR buvo prekiaujama vidutiniškai 8,3 bazinio punkto mažesne nei indėlių galimybės palūkanų norma, palyginti su 2024 m. trečiuoju ir ketvirtuoju privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiais buvusiu 9,0 bazinio punkto vidurkiu. Pinigų politikos palūkanų normų pokyčių poveikio perdavimas įkaitu neužtikrintos pinigų rinkos palūkanų normoms buvo visiškas ir spartus.

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 prekiaujama vidutiniškai 1,2 bazinio punkto mažesne nei indėlių galimybės palūkanų norma, palyginti su 2024 m. trečiuoju ir ketvirtuoju privalomųjų atsargų laikymo laikotarpiais buvusiu 4,2 bazinio punkto vidurkiu. Tai susiję su tebevykstančiu veiksmų, dariusių slopinamąjį poveikį atpirkimo sandorių palūkanų normoms, keitimusi. Tai savo ruožtu lėmė, kad atpirkimo sandorių palūkanų normos didėjo dėl tokių veiksmų, kaip didesnė grynoji emisija nuo metų pradžios, mobilizuoto įkaito, pateikto už TITRO, kurių terminas suėjo ir (arba) kurių lėšos buvo gražintos TITRO, atlaisvinimas ir daugiau galimybių naudotis viešojo sektoriaus vertybiniais popieriais dėl to, kad sumažėjo TPP ir SPPP turimų vertybinių popierių likučiai. Prie veiksmų, darančių skatinamąjį poveikį atpirkimo sandorių palūkanų normoms, taip pat priskiriama didesnė investuotojų, turinčių finansinį svertą, ilgųjų obligacijų pozicijų finansavimo paklausa. Pinigų politikos palūkanų normų pokyčiai sklandžiai persidavė įkaitu užtikrintos pinigų rinkos palūkanų normoms.

TITRO III laipsniškas nutraukimas ir bankų skolinimo sąlygos

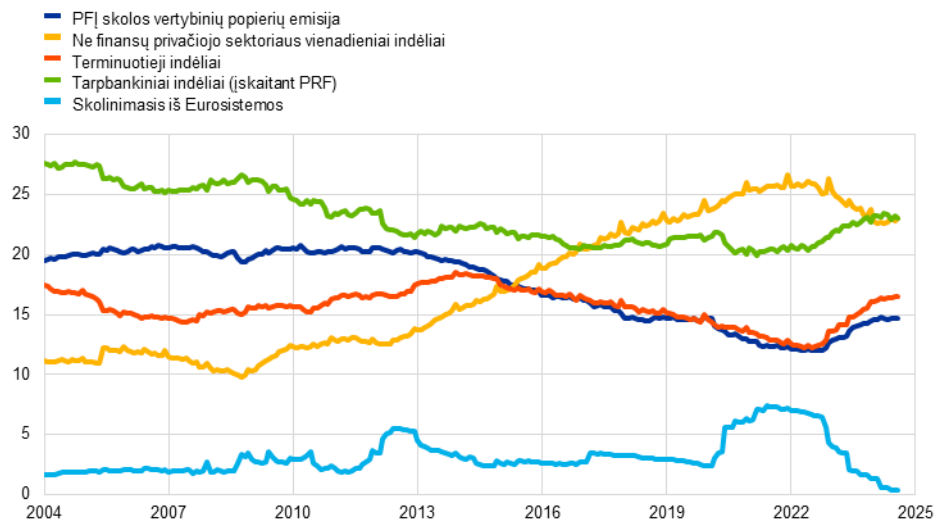
Parengė Francesca Barbiero, Alessandro Ferrari ir Franziska Maruhn

Nuo 2022 m. pabaigos iki 2024 m. pabaigos dėl kylančių palūkanų normų euro zonos bankai grąžino daugiau kaip 2 mlrd. eurų lėšų, kurias buvo pasiskolinę pagal trečiąją tikslinių ilgesnės trukmės refinansavimo operacijų seriją (TITRO III), todėl skolinimasis iš Eurosistemos sumažėjo iki visų laikų žemiausios ribos. Baigus grąžinti TITRO III lėšas ir didesnių palūkanų normų aplinkoje, kuri susiformavo per pastarąjį palūkanų normų didinimo ciklą, pasikeitė bankų įsipareigojimų struktūra. Bankams santykinai labiau pasikliaujant vertybinių popierių emisija ir indėlių finansavimu, įsipareigojimų struktūra priartėjo prie tos struktūros, kuri vyravo iki TITRO nustatymo 2014 m. (žr. A pav.). Kartu Eurosistemos refinansavimo operacijos dabar sudaro mažesnę bankų finansavimo dalį nei bet kada anksčiau dėl riboto naudojimosi trumpesnės trukmės standartinėmis refinansavimo operacijomis, kurių sąnaudos šiuo metu gerokai viršija alternatyvių finansavimo šaltinių sąnaudas, ir dėl vis dar didelių centrinio banko atsargų, kurios užtikrina bankų likvidumą¹.

A pav.

Bankų įsipareigojimų struktūros pokyčiai

(pagrindiniai įsipareigojimai, procentais)



Šaltiniai: ECB (balanso straipsnių statistika) ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: bankų įsipareigojimų, neįskaitant kapitalo ir atsargų, išorės įsipareigojimų ir kitų euro zonos rezidentų indėlių, sudėtis. PFJ – pinigų finansų įstaigos. PRF – pinigų rinkos fondai. Naujausi duomenys – 2024 m. rugpjūčio mėn.

Dėl nepaprastai spartaus pinigų politikos palūkanų normų didinimo tempo ir rinkos lūkesčių, kad palūkanų normos bus mažinamos ateityje, trumpesnės trukmės centrinio banko refinansavimo operacijos tapo mažiau patrauklios nei

¹ Standartinės refinansavimo operacijos apima pagrindines refinansavimo operacijas (PRO) ir 3 mėn. ilgesnės trukmės refinansavimo operacijas (3 mėn. ITRO), kurios vykdomos taikant PRO palūkanų normą.

alternatyvūs finansavimo šaltiniai, pavyzdžiui, indėliai ir ilgesnės trukmės obligacijos.

Perėjimas prie šiuo metu turimo centrinio banko finansavimo taip pat galėjo būti ribotas dėl gerokai trumpesnio termino, palyginti su TITRO III, ir dėl norminių reikalavimų, pavyzdžiui, padengimo likvidžiuoju turtu rodiklio (LCR) ir grynojo pastovaus finansavimo rodiklio (NSFR)². Be to, vis dar didelės centrinio banko atsargos reiškia, kad kol kas bankams reikia tik nedaug lėšų iš centrinio banko. Tačiau, toliau mažėjant ECB turto portfeliui ir toliau mažinant perteklinį likvidumą, centrinio banko finansavimo paklausa gali vėl padidėti. Kadangi atrodo, kad skolinimo sąlygos yra jautrios tam, kaip bankų sistema aprūpinama atsargomis, centrinio banko likvidumo poveikis bankų tarpininkavimui taip pat labai priklausys nuo priemonių, kuriomis ateityje bus užtikrinamas likvidumas³.

2022 m. spalio mėn. atlikus TITRO III perkalibravimą, Eurosistemos skolinimasis mažėjo sparčiausiai ir labiausiai nei kada nors anksčiau (žr. B pav.), ir sustiprėjo pinigų politikos palūkanų normų poveikio perdavimas bankų skolinimo sąlygoms.

Nuo pat jų pradžios 2014 m. TITRO prisidėjo prie pinigų politikos švelninimo poveikio perdavimo, skatindamos skolinimą dėl savo tikslinio pobūdžio ir mažindamos bankų finansavimo sąnaudas. Trečioji serija, inicijuota 2019 m., buvo viena pagrindinių pinigų politikos skatinimo priemonių per pandemiją⁴. Atsižvelgdamas į 2021 m. prasidėjusį netikėtą ir neįprastą infliacijos augimą, ECB 2021 m. pabaigoje pradėjo pinigų politikos normalizavimą koreguodamas turto pirkimus, o nuo 2022 m. vidurio didindamas pinigų politikos palūkanų normas, todėl euro zonos ekonomikos finansavimo sąlygos tapo griežtesnės. Šiomis aplinkybėmis Valdančioji taryba taip pat nusprendė 2022 m. spalio mėn. perkalibruoti TITRO III, kad sustiprintų didesnių pinigų politikos palūkanų normų perdavimo bankų skolinimo sąlygoms procesą. Konkrečiai nuo 2022 m. lapkričio 23 d. padidinta likusių TITRO III sumų palūkanų norma⁵. Dėl didesnių TITRO palūkanų normų padidėjo TITRO finansavimo alternatyviosios sąnaudos. Kartu likvidumo perteklius tebebuvo didelis, o TITRO nauda, tenkinant likvidumo ir stabilaus finansavimo reikalavimus, mažėjo artėjant operacijų termino suėjimui. Todėl, kai tik po perkalibravimo atsirado galimybė savanoriškai anksčiau laiko gražinti pasiskolintas lėšas, 2022 m. lapkričio mėn. bankai gražino 296 mlrd. iš likusios 2 113 mlrd. eurų sumos. Po to 2022 m. gruodžio mėn. ir per kitą pusmetį

² Palyginti su ilgesnio termino refinansavimo operacijomis, skolinimasis pagal standartinės refinansavimo operacijas (savaitines PRO ir 3 mėn. ITRO) nelaikomas stabilium finansavimu nustatant NSFR. Kalbant apie LCR, skolinimasis pagal standartinės refinansavimo operacijas gali padidinti bankų aukštos kokybės likvidųjį turtą (HQLA), jei jie naudoja ne HQLA įkaitą. Tačiau savaitinių PRO atveju LCR panaikinimo mechanizmas, atsižvelgiant į HQLA sudėtį, gali sumažinti šį teigiamą poveikį.

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

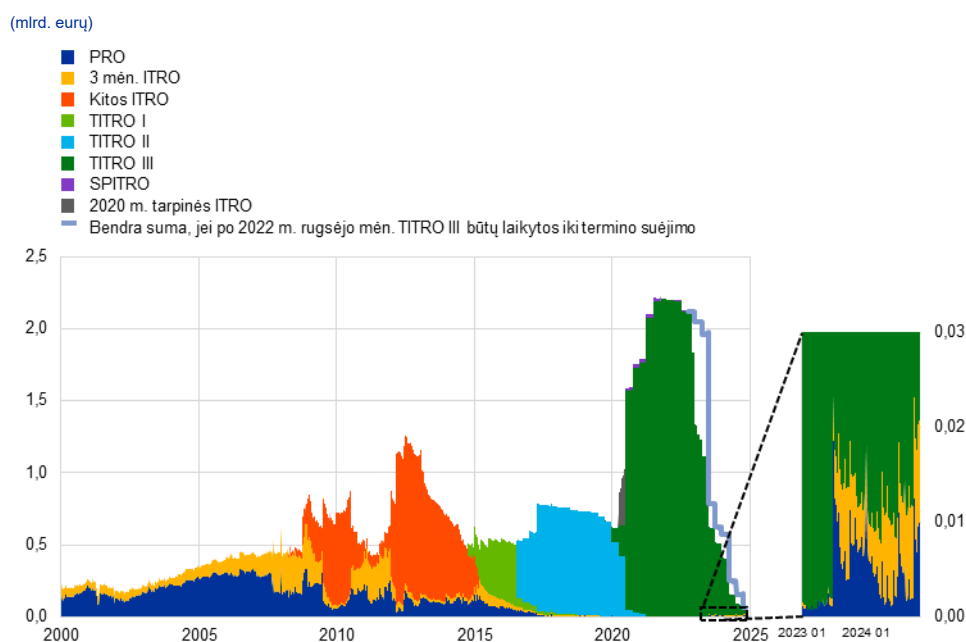
⁴ TITRO III sukurta 2019 m. ir pakoreguota 2020 m. siekiant prisidėti prie pinigų politikos poveikio per COVID-19 pandemiją. Išsamesnė informacija apie TITRO III koregavimą ir jo poveikį bankų skolinimo sąlygoms per pandemiją pateikta straipsnyje "TLTRO III and bank lending conditions", *Economic Bulletin*, Issue 6, ECB, 2021.

⁵ TITRO III koregavimą sudarė visų operacijų, kurių terminas nepasibaigęs, kainos nustatymo formulės pakeitimas. Išsamesnė informacija pateikta 2022 m. spalio 27 d. Valdančiosios tarybos sprendime ir susijusiame [pranešime spaudai](#) (anglų k.). Atlikus perkalibravimą, galutinė tikėtina vidutinė TITRO palūkanų norma per visą kiekvienos operacijos laikotarpį nuo 2022 m. pabaigos padidėjo maždaug 40 bazinių punktų, o tai lėmė maždaug 2 procentiniais punktais padidinta TITRO palūkanų norma, taikoma po 2022 m. lapkričio 23 d. Bankų heterogeniškumas buvo didelis, o skirtumai rodė tai, kokias operacijas vykdė kiekvienas bankas ir kokios palūkanų normos buvo taikomos atsižvelgiant į ankstesnius skolinimo rezultatus.

buvo atlikta daugiau didelių savanoriškų lėšų grąžinimų. Taigi perkalibravimas prisidėjo prie didelio TITRO lėšų sumažėjimo laikotarpio pradžioje ir lėšų grąžinimo išsilyginimo ilginiui, palyginti su tuo atveju, jei bankai būtų turėję visas TITRO lėšas iki termino suėjimo (žr. B pav. punktyrinę liniją).

B pav.

Naudojimas Eurosistemos refinansavimo operacijomis



Šaltiniai: ECB (rinkos operacijų duomenų bazė) ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: PRO – pagrindinės refinansavimo operacijos. ITRO – ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos. TITRO – tikslinės ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos. SPITRO – specialiosios pandeminės ilgesnės trukmės refinansavimo operacijos. Šviesiai mėlyna linija – hipotetinis bendras skolinimasis iš Eurosistemos, darant prielaidą, kad bankai visas 2022 m. rugsėjo 30 d. (iki 2022 m. spalio mėn. perkalibravimo) likusias TITRO III lėšas būtų laikę iki termino suėjimo, ir darant prielaidą, kad skolinimasis pagal kitas refinansavimo operacijas būtų buvęs toks pat, koks buvo faktiškai. Naujausi duomenys – 2024 m. spalio 31 d.

Bankai pritaikė savo balansus, kad padengtų TITRO išankstinius grąžinimus laikotarpio pradžioje, kai kurie bankai labiau pasikloviė savo pačių likusiu pertekliniu likvidumu, o kiti pritraukė papildomą finansavimą obligacijų rinkose ir per indėlius (žr. C pav.).

Po 2022 m. spalio mėn. perkalibravimo bankus, kurie skolinosi pagal TITRO III, buvo galima suskirstyti į dvi grupes: bankus, kurie anksčiau laiko grąžino visą pagal TITRO III pasiskolintą sumą, ir bankus, kurie iki 2023 m. birželio mėn. (kai suėjo didžiausios TITRO III operacijos terminas) grąžino bent dalį pasiskolintos sumos tik suėjus terminui. Šios dvi grupės daugiausia skyrėsi priklausomybės nuo TITRO III finansavimo lygiu ir likvidumo pertekliaus dydžiu iki perkalibravimo. Bankai, kurie visiškai pasinaudojo išankstinio grąžinimo galimybėmis, iki 2022 m. spalio mėn. turėjo vidutiniškai beveik dvigubai didesnį likvidumo perteklių nei jų negrąžintos pagal TITRO III pasiskolintos lėšos, o bankų, kurie taip pat grąžino pasiskolintas lėšas suėjus terminui, likvidumo pertekliaus dydis buvo vidutiniškai panašus į negrąžintų TITRO III lėšų dydį. Atitinkamai pirmosios grupės bankai savo perteklinį likvidumą sumažino maždaug 75 % savo TITRO grąžintų lėšų sumos, taigi daugiausia rėmėsi turimu pertekliniu likvidumu, kartu netekdami indėlių (žr. C pav. a grafiką). Kita vertus, antroji bankų grupė pritraukė nemažai papildomų lėšų, kad galėtų grąžinti pagal TITRO pasiskolintas lėšas suėjus

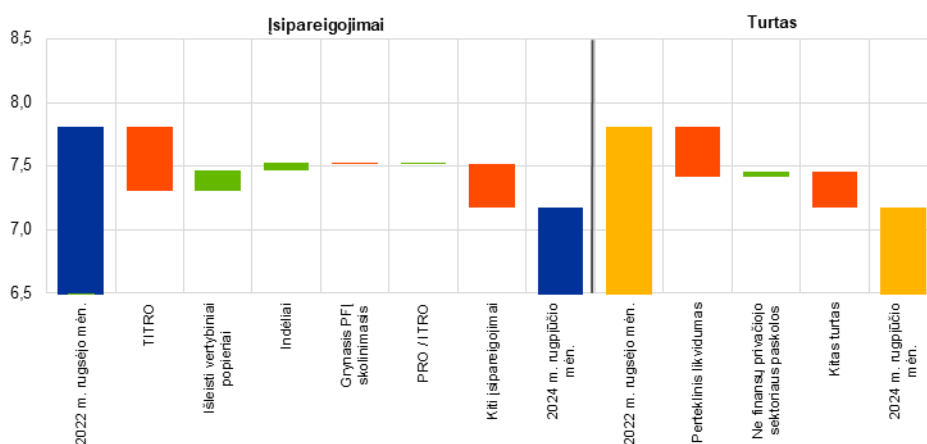
terminui – daugiausia per vertybinius popierius, vėliau per priimamus indėlius ir skolinimąsi tarpbankinėje rinkoje, – ir likvidumo perteklių sumažino tik maždaug 50 % TITRO grąžintų lėšų (žr. C pav. b grafiką). Antroji grupė bankų taip pat labiau nei kiti bankai padidino savo indėlių palūkanų normas, taip sugebėdami išsaugoti ir net kažkiek padidinti bendrą indėlių apimtį, kad kompensuotų nuolat mažėjantį centrinio banko likvidumą.

C pav.

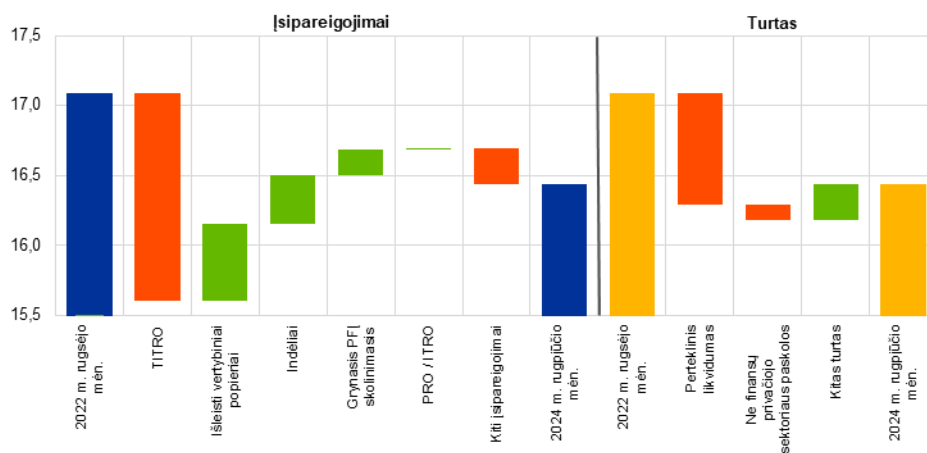
Bankų balansų pokyčiai nuo TITRO III perkaliavimo

(mlrd. eurų)

a) Bankai, kurie lėšas grąžino tik iš anksto (iki 2023 m. birželio mėn.)



b) Bankai, kurie lėšas grąžino ir iš anksto, ir suėjus terminui (iki 2023 m. birželio mėn.)



Šaltiniai: ECB (atskirų balanso straipsnių statistika, rinkos operacijų duomenų bazė) ir ECB skaičiavimai.

Pastabos: grafikuose parodyti bankų turto ir įsipareigojimų pokyčiai remiantis bankų lygmens duomenimis. Raudoni stulpeliai – įsipareigojimų (turto) sumažėjimas, žali – padidėjimas nuo 2022 m. rugsėjo mėn. iki 2024 m. rugpjūčio mėn. Mėlyni stulpeliai – visi įsipareigojimai, o geltoni – visas turtas laikotarpio pradžioje (pabaigoje). Grynasis PFJ skolinimasis yra PFJ indėliai, atėmus PFJ suteiktas paskolas. Visas turtas ir įsipareigojimai pakoreguoti taip, kad rodytų PFJ skolinimosi užskaitą. a grafike – bankai, kurie nuo 2022 m. spalio mėn. iki 2023 m. birželio mėn. visą pagal TITRO III pasiskolintas lėšas grąžino iš anksto savanoriškai. b grafike – bankai, kurie nuo 2022 m. spalio mėn. iki 2023 m. birželio mėn. pagal TITRO III pasiskolintas lėšas grąžino tiek iš anksto savanoriškai, tiek suėjus terminui.

Sumažėjęs bankų likvidumas ir padidėjusios TITRO palūkanų normos paskatino bankus rinktis brangesnius finansavimo šaltinius, o tai lėmė griežtesnes skolinimo sąlygas.

Lėšų pagal TITRO grąžinimas naudojant likusį perteklinį likvidumą sumažino turimas likvidumo pozicijas, o perkėlimas į kitus įsipareigojimus padidino finansavimo sąnaudas. Atrodo, kad tai savo ruožtu lėmė

griežtesnes skolinimo įmonėms ir namų ūkiams sąlygas. Remiantis apklausų duomenimis, po perkalibravimo bankai pirmą kartą patyrė neigiamą TITRO III poveikį bendroms finansavimo sąlygoms, o tai rodo, kad mažiau palankios TITRO III sąlygos veiksmingai paskatino sugriežtinti bankų finansavimo sąlygas⁶. Be to, bankai nurodė, kad laipsniškas TITRO III panaikinimas turėjo neigiamą poveikį jų likvidumo pozicijoms. Tai rodė ir toliau griežtinami bankų kredito standartai visoms paskolų kategorijoms bei daromas tolesnis šiek tiek neigiamas poveikis bankų skolinimo apimčiai, atsižvelgiant į bendrą kredito pasiūlos sumažėjimą dėl pinigų politikos palūkanų normų didinimo ciklo⁷. Dėl to bankų, kurie turėjo mažesnę perteklinio likvidumo likutį, skirtą pagal TITRO III pasiskolintoms lėšoms grąžinti, negrąžintų paskolų apimtis po TITRO perkalibravimo taip pat šiek tiek sumažėjo (žr. C pav. b grafiką). Analizės, atliktos tikrinant paskolų paklausą ir kitus klaidinančius veiksnius, rezultatai patvirtina neigiamą TITRO perkalibravimo poveikį skolinimui⁸. Apibendrinant galima teigti, kad perkalibravimas dar labiau padidino bankų finansavimo sąnaudas, todėl sugriežtėjo finansavimo sąlygos. Be to, jis pašalino trukdžius savanoriškai anksčiau laiko grąžinti pagal TITRO III pasiskolintas lėšas, taip paspartindamas Eurosistemos balanso mažėjimą ir prisidedamas prie bendro pinigų politikos griežtinimo.

⁶ Žr. [“The euro area bank lending survey – First quarter of 2023”](#) ir [“The euro area bank lending survey – Third quarter of 2023”](#).

⁷ Žr. Lane, P.R., [“The effectiveness and transmission of monetary policy in the euro area”](#), kalba diskusijoje “Reassessing the effectiveness and transmission of monetary policy”, Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Symposium, 24 August 2024.

⁸ Žr. Burlon, L., Ferrari, A., Kho, S. and Tushteva, N., [“Why gradual and predictable? Bank lending during the sharpest quantitative tightening ever”](#), *Working Paper Series*, ECB, 2024, bus paskelbta.

Statistika

Statistikos priedas (anglų k.)

© **Europos Centrinis Bankas, 2025**

Pašto adresas 60640 Frankfurtas prie Maino, Vokietija
Telefonas +49 69 1344 0
Interneto svetainė 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. gruodžio 11 d.

PDF ISSN 2363-3514

ES katalogo numeris QB-BP-24-008-LT-N