



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА

09 | 2008

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН

ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН
СЕПТЕМВРИ

01 | 2008

02 | 2008

03 | 2008

04 | 2008

05 | 2008

06 | 2008

07 | 2008

08 | 2008

09 | 2008

10 | 2008

11 | 2008

12 | 2008



ЕВРОПЕЙСКА ЦЕНТРАЛНА БАНКА

ЕВРОСИСТЕМА



За художественото
оформление
на всички
издания на ЕЦБ
през 2008 г. е
използван мотив
от банкнотата
с номинал 10 евро.

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТИН
СЕПТЕМВРИ 2008 г.

© Европейска централна банка, 2008

Адрес

Кайзерщрасе 29
60311 Франкфурт на Майн
Германия

Адрес за кореспонденция

Postfach 16 03 19
60066 Frankfurt am Main
Germany

Телефон

+49 69 1344 0

Интернет страница

<http://www.ecb.europa.eu>

Факс

+49 69 1344 6000

Изпълнителният съвет на ЕЦБ носи отговорност за публикуването на Месечния бюлетин. Преводът се извършва и публикува от националните централни банки. (Емисията на български език се осъществява от Българската народна банка.)

Всички права запазени. Разрешава се възпроизвеждането само с образователна и нетърговска цел, като изрично се посочва източникът.

Статистическите данни, представени в този брой, са към 3 септември 2008 г.

ISSN 1830-6063 (онлайн)



СЪДЪРЖАНИЕ

УВОД

РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИКАТА И ФИНАНСИТЕ

Еврозона – външна среда

Динамика на парите и развитие на финансовия сектор

Цени и разходи

Производство, търсене и пазар на труда

Публични финанси

Динамика на обменните курсове и платежния баланс

Карета:

1 Динамика на цените на хранителните стоки в държавите – членки на Европейския съюз, от Централна и Източна Европа извън еврозоната

2 Финансова дейност на петролните пазари

3 Отражение на традиционната секюритизация чрез действителна продажба върху последните тенденции в кредитите на ПФИ

4 Отражение на трансакциите и на ефектите от преоценка върху стойността на активите на инвестиционните фондове в еврозоната

5 5 Условия за ликвидност и операции по паричната политика в периода от 14 май 2008 г. до 12 август 2008 г. 41

9 6 Неотдавнашна динамика на сроковата структура на изравняващите темпове на инфлация в еврозоната 48

7 7 Динамика на финансирането от вътрешни източници на борсово регистрираните нефинансови предприятия 60

8 8 Динамика на цените на непетролните енергоносители 68

9 9 Динамика на общо отработените часове в еврозоната: дългосрочна перспектива 82

10 Безработица сред младежите в еврозоната 85

11 Макроикономически прогнози на експерти на ЕЦБ за еврозоната 88

СТАТИСТИКА НА ЕВРОЗОНАТА CI

ПРИЛОЖЕНИЯ

28 Мерки на Евросистемата, свързани с паричната политика – хронология I

Материали, публикувани от Европейската централна банка от 2007 г. V

Речник XIII

36

СЪКРАШЕНИЯ

ДЪРЖАВИ

BG	България	LU	Люксембург
BE	Белгия	HU	Унгария
CZ	Чешка република	MT	Малта
DK	Дания	NL	Нидерландия
DE	Германия	AT	Австрия
EE	Естония	PL	Полша
GR	Гърция	PT	Португалия
ES	Испания	RO	Румъния
FR	Франция	SI	Словения
IE	Ирландия	SK	Словакия
IT	Италия	FI	Финландия
CY	Кипър	SE	Швеция
LV	Латвия	UK	Обединено кралство
LT	Литва	JP	Япония
		US	САЩ

ДРУГИ

БВП	брутен вътрешен продукт	МВФ	Международен валутен фонд
БМР	Банка за международни разплащания	МИП	международна инвестиционна позиция
ДЦК	дългови ценни книжа	МОТ	Международна организация по труда
ЕО	Европейска общност	НПФИ	непарично-финансова институция
ЕОК	ефективен обменен курс	НЦБ	национална централна банка
ЕПИ	Европейски паричен институт	ПФИ	парично-финансова институция
ЕС	Европейски съюз	тр.	тримесечие
ЕСС'95	Европейска система от сметки'95	ХИПЦ	хармонизиран индекс на потребителските цени
ЕСЦБ	Европейска система на централните банки		
ЕЦБ	Европейска централна банка		
ИПС	Икономически и паричен съюз	ACEA	Европейска асоциация на автомобилните строители
ИПЦ	индекс на потребителските цени		
ИФК	Икономически и финансов комитет	CIF	стойност, застраховка и навло
		EBA	Евробанкова асоциация
ИЦП	индекс на цените на производител	HWWI	Хамбургски институт по международна икономика

В съответствие с практиката в Общността държавите – членки на ЕС, са изредени в този бюлетин според азбучния ред на техните имена.



УВОД

На заседанието си от 4 септември 2008 г. въз основа на получените при редовния икономически и паричен анализ резултати Управителният съвет на ЕЦБ взе решение да не променя основните лихвени проценти. Информацията от предишното заседание насам потвърждава, че годишният темп на инфлация вероятно ще остане продължително време значително над съвместимото с ценовата стабилност равнище, както и че рисковете за ценовата стабилност в средносрочен план нарастват. Въпреки че прирастът на широките пари и кредитните агрегати сега показва известни признаци на забавяне, все така силният базов темп на парична експанзия свидетелства за по-нататъшно нарастване на риска за ценовата стабилност в средносрочен план. Актуалните икономически данни също потвърждават забавянето на растежа на реалния БВП в средата на 2008 г. Това отразява отчасти очакваната техническа реакция на наблюдавания през първото тримесечие ускорен растеж, както и сдържашото влияние на глобални и национални фактори, включително преки и непреки последици от високите цени на суровините. При тези условия остава наложително да се избягват широкообхватни вторични ефекти при определянето на заплатите и цените. В пълно съответствие с мандата си Управителният съвет подчертава, че поддържането на ценова стабилност в средносрочен план е основната му цел и той е категоричен в решимостта си да запази средно- и дългосрочните инфлационни очаквания твърдо стабилизирани на равнища, съответстващи на ценовата стабилност. Това ще запази покупателната способност в средносрочен план и ще стимулира устойчивия растеж и заетостта. Въз основа на оценката на Управителния съвет настоящата позиция на паричната политика ще допринесе за постигането на целта по отношение на ценовата стабилност. Управителният съвет ще продължи да наблюдава много внимателно всички тенденции през предстоящия период.

Ако първо се разгледа икономическият анализ, според първите оценки на Евростат след силния растеж от 0.7% на тримесечна основа през първото тримесечие през второто тримесечие на 2008 г. реалният БВП в еврозоната е намалял с 0.2%. Що се отнася до растежа на тримесечна база, частното потребление намалява с 0.2%, а инвестициите бележат осезаемо отслабване – спадът им е 1.2%. Вносът и износът в еврозоната намаляват с 0.4%.

Имайки предвид цялата налична информация, икономиката на еврозоната понастоящем се намира в период на слаба активност, характеризира се с високи цени на суровините, които отслабват доверието на потребителите и търсенето, както и със забавяне на прираста на инвестициите. Очаква се този период да бъде последван от постепенно оживление. По-специално, ако продължи спадът на цените на петрола след най-високото им равнище през юли, това ще повиши реалния разполагаем доход при запазващо се високо равнище на заетост и ретроспективно ниски стойности на безработицата. Нещо повече, растежът в световната икономика се очаква да остане сравнително устойчив главно благодарение на продължаващия растеж на икономиките в страните с възникващи пазари. Това би следвало да благоприятства външното търсене на стоки и услуги от еврозоната, а съответно и инвестициите.

Тази перспектива е отразена и макро-икономическите прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от септември 2008 г. Те предвиждат средногодишен растеж на реалния БВП от 1.1% до 1.7% през 2008 г. и от 0.6% до 1.8% през 2009 г. В сравнение с прогнозите на експертите на Евросистемата от юни стойностите за растежа на реалния БВП през 2008 г. и 2009 г. са по-ниски.

Според Управителния съвет несигурността, с която е свързана тази перспектива за икономическата активност, е особено голяма в настоящия момент и като цяло е налице

риск за влошаването ѝ. Рисковете произтичат по-специално от новите повишения на цените на енергоносителите и храните, които може да отслабят потреблението и инвестициите. Нещо повече, рисковете за влошаване продължават да се свързват с възможността напрежението на финансовите пазари да окаже по-неблагоприятно от предвиденото влияние върху реалната икономика. Възможността за неочаквани процеси вследствие на диспропорциите в глобален мащаб, както и опасенията за нарастващ протекционистичен натиск също пораждат риск за влошаване на перспективите за икономическата активност.

Що се отнася до динамиката на цените, от края на миналата есен годишният темп на ХИПЦ-инфлация остава значително над съвместимото с ценовата стабилност равнище, като след 4% през юни и юли 2008 г. според моментните оценки на Евростат през август достигна 3.8%. Този обезпокояващ темп на инфлация е до голяма степен резултат както от прякото, така и от косвеното влияние на нееднократното рязко поскъпване в миналото на енергоносителите и храните в световен мащаб. Нещо повече, през последните тримесечия нарастването на заплатите става все по-осезаемо в момент, когато прирастът на производителността намалява и това води до рязко увеличаване на разходите за труд на единица продукция.

В перспектива, въз основа на сегашните цени на суровинните фючърси годишният темп на ХИПЦ-инфлация вероятно ще се задържи продължително време доста над равнищата, съвместими с ценовата стабилност, преди постепенно да се забави през 2009 г. В съответствие с тази представа прогнозите на експертите на ЕЦБ от месец септември предвиждат средногодишна ХИПЦ-инфлация в диапазона 3.4% – 3.6% през 2008 г. и 2.3% – 2.9% през 2009 г. Прогнозите за по-висока инфлация през 2008 г. и 2009 г. отразяват главно поскъпването на енергоносителите и, в по-малка степен, по-

високи от предишните допускания цени на храните и услугите.

Във връзка с това е важно да се напомни условният характер на прогнозите на експертите на ЕЦБ. Те се основават на редица допускания от чисто техническо естество, несвързани с насоките на политиките. По-специално, техническите допускания относно краткосрочните лихвени проценти отразяват пазарните очаквания от средата на месец август. Нещо повече, следва да се отбележи, че прогнозите се основават на допускането, че макар и оставащи високи, цените на петрола и непетролните суровини ще бъдат по-стабилни през прогнозния период, отколкото през последните месеци, в съответствие с цените на фючърсите.

Управителният съвет смята, че в средносрочния период, за който се отнася политиката, прогнозата за ценовата динамика е свързана с нарастващи рискове. Те включват възможността за нови повишения на цените на суровините и за по-нататъшно и по-силно въздействие на досегашното им поскъпване върху потребителските цени. Особено е силно опасението, че възникването на мащабни вторични ефекти върху начина на формиране на цените и заплатите може осезаемо да засили инфлационния натиск. Нещо повече, нарастващите рискове за ценовата стабилност може да бъдат влошени от неочаквано повишение на косвените данъци и административно определяните цени.

При тези условия е задължително да се осигури твърдо стабилизиране на средносрочните и дългосрочните инфлационни очаквания на равнища, съвместими с ценовата стабилност. Трябва да бъдат избегнати широкообхватните вторични последици, произтичащи от въздействието на по-високите цени на енергоносителите и храните, върху начина на формиране на цените и заплатите. Управителният съвет наблюдава с особено внимание начина на формиране на цените и колективното договаряне на запла-

тите в еврозоната. В това отношение всички заинтересовани страни както в частния, така и в публичния сектор трябва да изпълняват задълженията си. Управителният съвет многократно е изразявал загрижеността си във връзка със съществуването на схеми, при които номиналните заплати се индексират съобразно потребителските цени. Подобни схеми крият риск от шоково засилване на инфлацията, водещо до спиралата заплати–цени, с пагубни последици за заетостта и конкурентоспособността в засегнатите държави. Управителният съвет призовава за премахването на такива схеми.

Паричният анализ потвърждава оценката за нарастващ риск за ценовата стабилност в средносрочен до дългосрочен план. В съответствие със стратегията на паричната политика на ЕЦБ Управителният съвет счита, че продължаващият силен базов темп на парична и кредитна експанзия в еврозоната през последните няколко години създава нарастващ риск за ценовата стабилност. Изглежда, че този риск се превръща във факт през последните тримесечия, тъй като трендът на инфлацията е възходящ.

Особено в условията на продължаващо напрежение на финансовите пазари паричният анализ подкрепя необходимата средносрочна ориентация на паричната политика, като съсредоточава вниманието върху нарастващите рискове за ценовата стабилност в средносрочен и дългосрочен план. Въпреки че в момента прирастът на широките пари и кредитните агрегати показва известни признаци на забавяне, отразявайки мерките, свързани с провежданата от 2005 г. насам политика по отношение на рисковете за ценовата стабилност, силният базов темп на парична експанзия е признак за продължаващ риск за ценовата стабилност в средносрочен план.

Сегашната плоска крива на доходност води до преливане от активи с по-дълъг матуритет към парични инструменти, които предлагат

сходна възвръщаемост, но при по-висока ликвидност и по-малък риск. В резултат на това преливане текущият водещ темп на прираст на М3 засилва базовия темп на парична експанзия. Същевременно през юли отдръпването от овърнайт-депозитите още повече понижава годишния темп на прираст на М1. Тези влияния, както и други временни фактори трябва да се имат предвид при оценката на паричната динамика и нейните последици. Широкообхватният анализ на данните в рамките на съответната средносрочна перспектива и при отчитане на тези съображения потвърждава базовата устойчивост на прираста на парите.

По-специално темпът, матуритетната и отрасловата структура на банковото кредитиране показват, че като цяло на равнище еврозона достъпът до банков кредитиране все още не е чувствително засегнат от продължаващото финансово напрежение. Независимо от това в съответствие с очакванията растежът на кредитите вече проявява признаци на забавяне, съпроводено с по-малко корпоративно търсене на кредити. Същевременно прирастът на кредитите за домакинствата продължава да следва наблюдаваната от няколко години насам низходяща тенденция поради по-високите краткосрочни лихвени проценти и слабата активност на жилищния пазар в някои части на еврозоната.

В обобщение, при съпоставяне на резултатите от икономическия анализ с тези от паричния ясно се потвърждава оценката за нарастващ риск за ценовата стабилност в средносрочен план. Информацията от последното заседание на Управителния съвет насам потвърждава, че годишният темп на инфлация вероятно ще остане продължително време значително над съвместимото с ценовата стабилност равнище. Прирастът на широките пари и кредитните агрегати понастоящем показва известни признаци на забавяне, но все така силният базов темп на парична експанзия свидетелства за запазващи се рискове за

ценовата стабилност в средносрочен план. Актуалните икономически данни също потвърждават забавянето на растежа на реалния БВП в средата на 2008 г. Това отразява отчасти очакваната техническа реакция на наблюдавания през първото тримесечие ускорен растеж, както и сдържащото влияние на известни глобални и национални фактори, включително преки и непреки последици от високите цени на суровините. При тези условия остава наложително избягването на широкообхватни вторични ефекти върху определянето на заплатите и цените. В пълно съответствие с мандата си Управителният съвет подчертава, че поддържането на ценова стабилност в средносрочен план е негова първостепенна цел и че е категоричен в решимостта си да запази средносрочните и дългосрочните инфлационни очаквания твърдо стабилизирани на равнища, съответстващи на ценовата стабилност, като по този начин запази покупателната способност в средносрочен план и подпомогне устойчивия растеж и заетостта в еврозоната. Въз основа на оценката на Управителния съвет настоящата позиция на паричната политика ще допринесе за постигането на целта по отношение на ценовата стабилност. Управителният съвет ще продължи да наблюдава много внимателно всички тенденции през предстоящия период.

Що се отнася до фискалната политика, бюджетните програми за 2009 г. следва да

отразяват изцяло поетите от нея ангажменти. Това означава, че държавите от еврозоната със сравнително голям фискален дефицит трябва да определят много по-амбициозни и конкретни мерки за консолидация, особено на разходната част. Държавите, които вече са постигнали средносрочните си бюджетни цели, трябва да се погрижат да запазят стабилна структурна фискална позиция. В настоящия момент неотклонното провеждане на ориентирана към стабилност фискална политика ще допринесе за овладяване на инфлационния натиск и за осигуряване на достатъчна бюджетна възможност за маневриране, така че автоматичните стабилизатори да могат да изгладят икономическия цикъл.

По отношение на структурните политики в сегашните икономически условия от решаващо значение са мерките за намаляване на разходите за приспособяване и за насърчаване на умерения растеж на разходите за труд на единица продукция. Макар че това е особено важно във всички държави в еврозоната, то е извънредно наложително в онези от тях, при които през последните години се наблюдава значителна загуба на конкурентоспособност в цените и разходите. Нещо повече, насърчаването на производителността посредством засилване на инвестициите в иновации и образование разширява възможностите за увеличаване на реалния доход в дългосрочен план.

РАЗВИТИЕ НА ИКОНОМИКАТА И ФИНАНСИТЕ

I ЕВРОЗОНА – ВЪНШНА СРЕДА

През последните три месеца глобалните икономически условия се характеризират със забавяне на икономическата активност и продължаващ инфлационен натиск. Постоянното напрежение на финансовия пазар в комбинация с високите цени на суровините и продължаващото реструктуриране на жилищния пазар в редица развити икономики все така оказват влияние върху световната икономическа активност. Независимо от това устойчивият растеж на икономиците с възникващи пазари продължава да подкрепя световния икономически растеж. Същевременно глобалният инфлационен натиск се засилва, стимулиран от високите цени на суровините. В крайна сметка рисковете за влошаване на прогнозата за растежа на световната икономика се запазват.

I. РАЗВИТИЕ НА СВЕТОВНАТА ИКОНОМИКА

През последните три месеца глобалните икономически условия се характеризират със забавяне на икономическата активност, продължаващ инфлационен натиск и като цяло висока степен на несигурност. Постоянното напрежение на финансовите пазари в комбинация с високите цени на суровините и продължаващото реструктуриране на жилищния пазар в редица развити икономики все така оказват влияние върху световния икономически растеж. Глобалните последици от спада в САЩ оставят силен отпечатък върху икономическия цикъл в световен мащаб. Независимо от това устойчивото вътрешно търсене продължава да стимулира икономическия растеж в страните с възникващи пазари. Външната среда на еврозоната продължава да се влошава. Това се потвърждава от проучването на световните бизнес условия. През юли индексът на мениджърите по продажбите (ИМП) остава леко под границата от 50 пункта между икономическа експанзия и спад на деловата активност (виж графика 1), показвайки като цяло влошаване на пазарните условия в производството и услугите.

Графика 1 Индекс на мениджърите на продажби за световното производство

(индекс на дифузия, сезонно изгладени данни)



Източник: Markit Economics.

През последните три месеца инфлацията се ускорява в световен мащаб в резултат от натиска на предишни увеличения в цените на петрола и неенергийните стоки. Като цяло през годината водещата инфлация на потребителските цени в страните от ОИСР се ускорява до 4.8% към юли 2008 г., оставайки над средната за предходните три месеца. Като се изключат храните и енергоносителите, потребителските цени се увеличават с 2.3% до юли. Данните от проучването показват продължаващо засилване на натиска върху цените в краткосрочен план, тъй като показателите за натиска върху разходите запазват възходящия си тренд. Глобалният ИМП на факторите на производството, който показва силна корелация с глобалните темпове на инфлация, слабо намалява през юли, макар да остава близо до регистрираната от проучванията рекордна стойност от юни 2008 г. Това слабо намаление може да е знак за възможно отслабване на инфлационния натиск в резултат от наблюдаваното напоследък поевтиняване на суровините.

САЩ

В САЩ след няколко години силен растеж на БВП към края на 2007 г. темпът на икономическа експанзия се забавя чувствително и през първото тримесечие на 2008 г. остава слаб. Спадът отразява продължаващото приспособяване на жилищния пазар, затягането на условията за кредитиране и високите цени на енергоносителите. Макар че вътрешното търсене е относително слабо, нетният износ е основен двигател на растежа, стимулиран от устойчивото външно търсене и по-слабия щатски долар. По предварителни оценки тримесечният темп на растеж на реалния БВП се ускорява до 3.3% през второто спрямо 0.9% през първото тримесечие на 2008 г. (графика 2). Това се дължи не само на значителния принос на нетния износ, но и на известното увеличение на разходите за лично потребление, подкрепяни от стимулиращите временни фискални мерки. Жилищните инвестиции продължават да се свиват, макар че тримесечният им темп на забавяне е по-слаб в сравнение с предходни периоди.

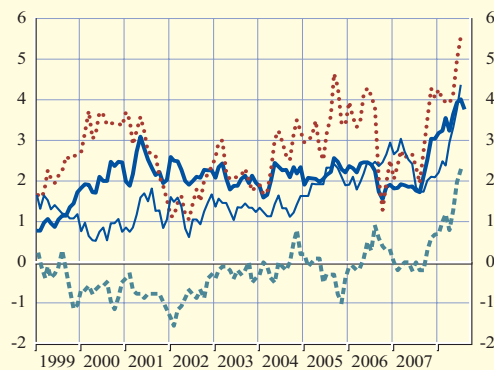
По отношение динамиката на цените годишната ИПЦ-инфлация се ускорява до 5.6% през юли спрямо средно с 4.2% през първата половина на 2008 г. и с 2.9% през 2007 г. Това ускоряване е свързано главно с рязкото поскъпване на енергоносителите. Годишният темп на инфлация, без храните и енергията, е 2.5% през юли и е малко над средната за първата половина на годината.

В перспектива икономическата активност се очаква да остане забавена през втората половина на 2008 г. Изгледите относно разходите за лично потребление се влошават поради негативната динамика на заетостта и реалния доход, което ще се отрази по-чувствително върху финансите на домакинствата, след като по-късно през годината се изчерпи ефектът от приложения пакет фискални стимули. Постоянното напрежение на финансовите пазари, високите цени на енергоносителите и отслабването на външното търсене създават допълнителни рискове за икономическите перспективи. В близко бъдеще инфлацията на потребителските цени ще остане висока, отразявайки динамиката на цените на суровините през последните месеци. Натовареността на производствените мощности под средната и наблюдаваното разхлабване на пазара на труда обаче ще окажат натиск за намаляване на цените през следващите месеци.

Графика 2 Общо развитие на големите индустриализирани икономики



Темпове на инфлация²⁾ (потребителски цени; годишно процентно изменение; месечни данни)



Източници: Национални данни, БМР, Евростат и изчисления на ЕЦБ.

1) За еврозоната и Обединеното кралство са използвани данни на Евростат, а за САЩ и Япония – национални данни. Данните за БВП са сезонно изгладени.

2) За еврозоната и Обединеното кралство – ХИПЦ, а за САЩ и Япония – ИПЦ.

В резултат от общото намаляване на целевия лихвен процент по федералните фондове с 3.25 пр.п. за периода септември 2007 г. – април 2008 г. Федералният комитет на САЩ по операциите на открития пазар реши на заседанията си от 25 юни и 5 август да го запази непроменен – 2.0%. Освен това Федералната резервна система неотдавна оповести по-нататъшни мерки за увеличаване ефективността на операциите по предоставяне на ликвидност, посочвайки като причина за това крехката стабилност на финансовите пазари.

ЯПОНИЯ

В Япония икономическата активност се забавя чувствително, като отразява отслабването на износа и на вътрешното търсене. По първоначални оценки на японското правителство реалният БВП на тримесечна база намалява с 0.6% през второто тримесечие на 2008 г. Компенсирайки чувствителното му нарастване през първото тримесечие на 2008 г., това намаление (коригирано от 1.0% на 0.8% тримесечно) е на широка основа и обхваща различни компоненти на търсенето. Частното потребление намалява с 0.5% на тримесечие след отбелязаното през първото тримесечие нарастване с 0.7%, което се дължи на по-ниските реални доходи и на неопределените перспективи за трудовия пазар. Жилищните инвестиции намаляват чувствително с 3.4% спрямо +4.3% през първото тримесечие. Публичните разходи отбелязват намаление с 0.9%, което се дължи главно на спада на публичните инвестиции с 5.2%. След наблюдаваното значително намаление на износа и вноса (съответно -2.3% и -2.8% на тримесечна база) приносът на нетното външно търсене за БВП е на практика нула.

През последните месеци инфлацията на потребителските цени се ускорява, като средният ИПЦ през второто тримесечие отбелязва нарастване до 1.4% на годишна основа. Годишната ИПЦ-инфлация продължава да се повишава и достига 2.3% през юли спрямо 2.0% през юни, отразявайки главно динамиката на петролните цени. Като се изключат храните и енергоносителите, годишната ИПЦ-инфлация е 0.2% спрямо 0.1% през юни.

На последното си заседание си от 19 август 2008 г., както и на всички заседания по паричната политика през февруари 2007 г., ръководството на централната банка на Япония взе решение да запази непроменен целевия си лихвен процент по необезпечените овърнайт кол-опции на ниво от 0.5%.

Погледнато в перспектива, икономическата активност в Япония през втората половина на годината вероятно ще остане относително ниска. Частното потребление се очаква да остане слабо, тъй като инфлацията продължава да ерозира реалните доходи, а условията на трудовия пазар отново се влошават. В допълнение продължителното слабо външно търсене може да се отрази върху прогнозите относно приноса на нетния износ за растежа на БВП.

ОБЕДИНЕНО КРАЛСТВО

В Обединеното кралство растежът на БВП е в застой, а ХИПЦ-инфлацията продължава да се повишава. Тримесечният темп на прираст на производството през изминалата година постепенно намалява. Първоначално публикуваните оценки за прираста на производството през второто тримесечие на 2008 г. (0.0%, т.е. значително под дългосрочната средна стойност от 0.7%) потвърждават наблюдаваното забавяне. Вследствие на слабия прираст на продажбите на дребно през второто тримесечие частното потребление не нараства. Предвид показателите за доверието, при които като цяло се наблюдава низходяща тенденция и стойностите са под дългосрочните средни стойности, през следващите тримесечия прирастът на производството се очаква да остане нисък. Това съвпада с пазарните очаквания – съгласуваните прогнози за

растежа на БВП през 2008 г. са за 1.4% през август (главно некоригирани стойности за последните шест месеца), но перспективите за 2009 г. се влошават значително. Реорганизацията на жилищния пазар продължава. В съответствие с индекса *Halifax* през юли цените намаляват с около 11% на годишна база, докато според индекса *Nationwide* спадът през август е с 10.1%. През второто тримесечие на 2008 г. дейността в строителството се свива с 1.1% на тримесечна основа.

Годишната ХИПЦ-инфлация се ускорява до 4.4% през юли спрямо 3.8% през юни. Това се дължи главно на по-високите цени на храните и енергоносителите, но ХИПЦ-инфлацията, без храните и енергоносителите, е по-умерена. Очакванията на централната банка на Обединеното кралство (*Bank of England*) са за по-нататъшно ускоряване на инфлацията през втората половина на 2008 г.

На 4 септември 2008 г. Комитетът по парична политика на централната банка на Обединеното кралство (*Bank of England*) реши за пети пореден месец да запази основния лихвен процент непроменен – 5.00%.

ДРУГИ ЕВРОПЕЙСКИ ДЪРЖАВИ

В останалите държави – членки на ЕС извън еврозоната, през изминалите тримесечия прирастът на производството е като цяло противоречив. Същевременно инфлацията се ускорява значително във всички страни главно поради скока в цените на храните и енергията.

В Швеция през последните тримесечия на 2008 г. на тримесечна база икономическият растеж се забавя и достига 0.0% през второто тримесечие (значително под дългосрочната средна стойност от 0.8%). В Дания спадът през последните тримесечия е по-силно изразен, като реалният растеж на БВП на тримесечна основа достига -0.8% през първото тримесечие (спрямо дългосрочната средна стойност от 0.5%), но през второто тримесечие растежът отново се ускорява до 0.6%. През юли показателите за доверието на потребителите и търговците на дребно продължават да намаляват и в двете страни, като показват висока степен на несигурност в динамиката на икономическата активност през следващите тримесечия. И в двете държави ХИПЦ-инфлацията се ускорява през 2008 г. главно в резултат от поскъпването на храните и енергоносителите. През юли тя достига 4.4% в Дания и 4.1% в Швеция, като и в двете се очаква известно забавяне на инфлацията, която през следващите тримесечия обаче ще запази високото си равнище. На 4 септември 2008 г. централната банка на Швеция (*Sveriges Riksbank*) взе решение да повиши основния си лихвен процент с 25 б.т. до 4.75%.

При прегледа на четирите най-големи държави в Централна и Източна Европа през последните тримесечия в Чехия и Полша се наблюдава значителен растеж на тримесечна база, но и признаци на забавяне спрямо края на предходната година – през първото тримесечие на 2008 г. 0.9% в Чехия и 1.5% в Полша. За разлика от тези страни в Румъния през последните тримесечия се отчита много силен растеж, който достига 8.2% на годишна база през първото и 9.3% през второто тримесечие. В Унгария тримесечният растеж остава слаб, но през последните месеци се наблюдава известно ускоряване до 0.6% за първото и второто тримесечие на 2008 г. спрямо 0.3% за последното тримесечие на 2007 г. При показателите за доверието на търговците на дребно и потребителите се наблюдава известно влошаване през месеците до юли в Чешката република и в Полша, докато в Унгария тези показатели се подобряват, а в Румъния остават стабилни. Темповете на инфлация и в четирите държави се ускоряват през 2008 г., като през юли достигат 9.1% в Румъния, 7.0% в Унгария, 6.8% в

Чехия и 4.5% в Полша. Повишаването на ХИПЦ-инфлацията отразява главно нарастващите цени на храните и енергоносителите. В перспектива се очаква известно нейно забавяне, като през следващите тримесечия запази високото си равнище. Поради опасенията, свързани с инфлацията, на 31 юли 2008 г. Управителният съвет на централната банка на Румъния (*Banca Națională a României*) повиши лихвените проценти с 25 б.т. до 10.25%. На 7 август 2008 г. ръководството на централната банка на Чехия (*Česká národní banka*) взе решение да намали основния си лихвен процент с 25 б.т. до 3.5%.

През последните тримесечия тенденциите в растежа на по-малките държави от ЕС извън еврозоната са разнопосочни. Икономическата активност в Словакия и България остава много силна, но вътрешното търсене в балтийските държави (особено в Естония) рязко намалява поради по-слабия растеж на кредитите и реалните доходи, както и поради значителния спад в цените на жилищата. Показателите за доверието на Европейската комисия сочат, че в близко бъдеще тези тенденции ще се запазят. Годишната ХИПЦ-инфлация се повишава съществено в балтийските държави и в България през 2008 г. и е от порядъка между 11.2% и 16.5% през юли. Това се дължи на по-високите цени на храните и енергоносителите. В Словакия повишаването на инфлацията е по-слабо изразено, като ХИПЦ-инфлацията се повишава до 4.4% през юли. В каре 1 накратко се прави преглед на динамиката на цените в държавите – членки на ЕС от Централна и Източна Европа извън еврозоната, и отражението ѝ върху ХИПЦ-инфлацията.

В Русия икономическата експанзия продължава с високи темпове. През първото тримесечие на 2008 г. реалният растеж на БВП на годишна база слабо се забавя до 8.5% след изключително силното нарастване, отбелязано през четвъртото тримесечие на 2007 г. (9.5% годишно). Същевременно се засилват опасенията относно увеличаващия се обем външни кредити за руски фирми и нарастващото напрежение в банковия сектор, свързано с ликвидността. Инфлационният натиск остава силен, с 15% годишна инфлация на потребителските цени от май 2008 г. (14.9% през август).

Каре 1

ДИНАМИКА НА ЦЕНИТЕ НА ХРАНИТЕЛНИТЕ СТОКИ В ДЪРЖАВИТЕ – ЧЛЕНКИ НА ЕВРОПЕЙСКИЯ СЪЮЗ, ОТ ЦЕНТРАЛНА И ИЗТОЧНА ЕВРОПА ИЗВЪН ЕВРОЗОНАТА

От 2006 г. в световната икономика се наблюдава значително нарастване на цените на храните на ниво производител и потребител. В рамките на ЕС най-сериозно засегнати от ценовия шок са държавите от Централна и Източна Европа извън еврозоната (държави от ЦИЕ)¹ и всички те отчитат по-голямо поскъпване на храните в сравнение с еврозоната.

Последни изменения в цените на селскостопанските стоки и влиянието им върху ХИПЦ

Цените на хранителните стоки започват да се повишават значително през 2007 г., а през периода януари – юли 2008 г. във всички държави от ЦИЕ темповете на нарастване на

1 Държавите от ЦИЕ са държавите – членки на ЕС, които са извън еврозоната и са се присъединили към ЕС от май 2004 г. насам.

потребителските цени и приносът им за общия годишен ХИПЦ са по-високи от тези в еврозоната (графика А). Най-голямо увеличение на цените на храните през този период се наблюдава в България (19.6%), Латвия (25.9%) и Литва (17.0%). В тези страни се отчита и най-голям принос на потребителските цени на хранителните стоки за ХИПЦ-инфлацията през същия период.

Значителният принос на цените на хранителните стоки за ХИПЦ-инфлацията отчасти се дължи на значителното тегло на храните в ХИПЦ-индексите на държавите от ЦИЕ. Във всички тези държави теглото на хранителните стоки (преработени и непреработени) през 2008 г. е по-високо с около 20% от това в еврозоната (графика Б).

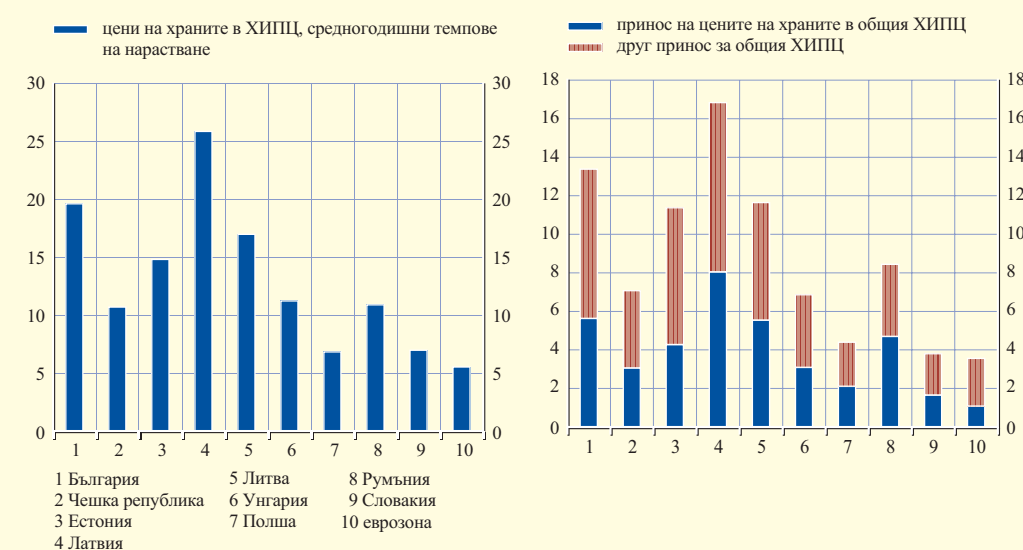
Графика В показва, че теглото на храните в ХИПЦ-кошницата е тясно свързано с равнището на БВП на глава от населението (по паритет на покупателната способност). Следователно не е изненадващ фактът, че намаляването на дела на компонента *храни* в повечето държави от ЦИЕ през последните години е пряко свързано с нарастването на дохода на глава от населението. Всъщност измененията в теглото на хранителните стоки в ХИПЦ-кошницата през периода 2003–2008 г. са разнопосочни в отделните страни. По-специално, намалява теглото на храните в държавите от ЦИЕ с бърз растеж – Латвия, Литва и Словакия.

Фактори за нарастване цените на храните

Нарастването на цените на хранителните стоки на ниво потребител и производител може да се обясни с различни временни и с някои сравнително постоянни структурни фактори. Цените на храните във всички държави от ЦИЕ са засегнати от скока на техните международни, който се дължи, наред с всичко друго, на нарастващото търсене на храни от икономиките с възникващи пазари, на засиленото търсене на селскостопански култури

Графика А Поскълване на храните и принос в общия ХИПЦ през периода януари – юли 2008 г.

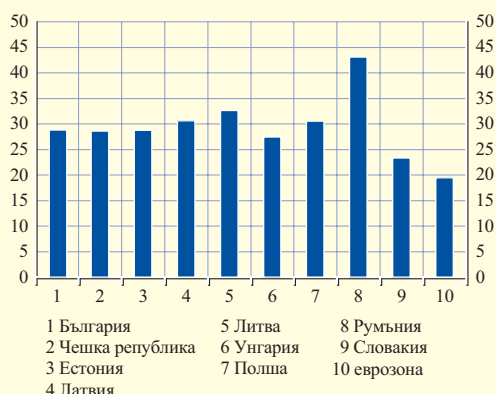
(годишно процентно изменение; пр.п.)



Източници: Евростат и ЕЦБ.

Графика Б Тегло на храните в ХИПЦ (2008 г.)

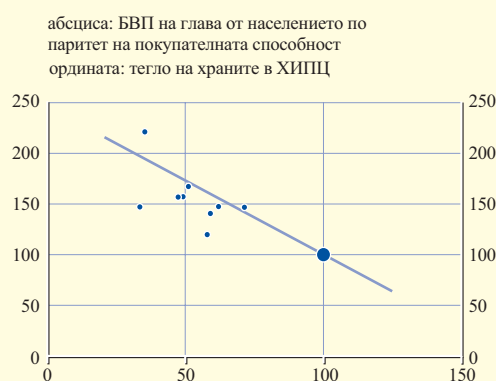
(проценти)



Източници: Евростат и ЕЦБ.

Графика В Тегло на храните в ХИПЦ (2008 г.)
спрямо БВП на глава от населението (2007 г.)

(еврозона = 100)



Източници: Евростат и ЕЦБ.

за производство на биогорива и на слабата реколта поради неблагоприятните климатични условия.²

Освен това върху цените на хранителните стоки в много държави от ЦИЕ влияят (много често временно) специфични за конкретните страни фактори, като слаба селскостопанска реколта или силно нарастване на заплатите, които до голяма степен допринасят за нарастващите разходи и цени в хранителната промишленост и ускоряват прехвърлянето им върху потребителските цени на храните. Увеличаването на данъчното облагане на тютюна (тютюнът е включен в ХИПЦ-компонента *храни*) и ДДС също допринасят за по-ускореното нарастване на потребителските цени на храните (в относително изражение) в повечето държави от ЦИЕ спрямо тези в еврозоната. Нещо повече, скокът на цените на енергоносителите в много държави от ЦИЕ е значително по-голям, отколкото в еврозоната. Това, наред с факта, че производството на храни в повечето държави от ЦИЕ е по-енергоемко, отколкото в еврозоната, също допринася за по-високите разходи и цени в хранителната промишленост в сравнение с еврозоната.

За поскъпването на храните в държавите от ЦИЕ допринасят и някои институционални фактори. Общата селскостопанска политика (ОСП) налага две важни преки ограничения в предлагането: квотен режим и задължения за спиране обработката на селскостопанска земя поради свръхпроизводство. Производствените квоти се определят за някои продукти (например мляко и захар) и водят до санкции, като свръхоблагане на млякото при превишаването им, които ОСП прилага в целия ЕС. Тези ограничения в предлагането оказва значително влияние в отделни държави от ЦИЕ.

В повечето от тях отделни примери показват, че равнището на конкуренция в отрасъла *търговия на дребно с храни* не е достатъчно, за да удържа размера на печалбата на равнището на търговията на дребно. По-нататъшно либерализиране на пазара на храни при търговията на дребно би спомогнало за намаляване на потребителските цени в редица държави.

² Виж и карето „На какво се дължи ценовият скок на храните на световните пазари“, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, юни 2008 г.

Като се има предвид, че хранителните продукти са силно търгуеми, арбитражът на цените на храните с тези в еврозоната допринася в значителна степен за поскъпването им в някои държави от ЦИЕ с първоначално относително ниско ценово равнище. В държавите от ЦИЕ с най-ниско равнище на цените приносът на (непреработените) храни за (крайните) цени на дребно също е по-голям, което води до по-голямото им процентно нарастване.

Нарастването на цените е по-умерено в държави от ЦИЕ с относително висока степен на гъвкавост на номиналния обменен курс (например Чешката република, Полша, Румъния и Словакия). Поскъпването на валутите на тези страни има съдържащ ефект върху цените на храните: първо, чрез пряко намаляване на цените на вносните хранителни стоки и, второ, чрез съкращаване на енергийните разходи и съответно на разходите за местното производство на храни.

Някои последствия за макроикономиката и политиката

Що се отнася до макроикономическите последствия от последните силни скокове в цените на храните, в държавите от ЦИЕ се наблюдава сравнително тясна връзка между инфлацията при храните и инфлационните очаквания на потребителите (графика Г)³. Инфлацията при храните се отразява и върху информационното съдържание на някои традиционни показатели на паричната политика. Измерителите на базисната инфлация, които изключват храните и енергоносителите, се различават значително от измерителите на водещата инфлация.⁴

Поскъпването на храните оказва негативно влияние върху покупателната способност на домакинствата. Нещо повече, тъй като БВП на глава от населението в държавите от ЦИЕ е по-нисък от този в еврозоната и, както бе отбелязано по-горе, потребителите в тези държави изразходват по-голяма част от дохода си за храна, скокът в цените на храните се отразява по-силно върху покупателната способност на домакинствата в държавите от ЦИЕ, отколкото в еврозоната.

Като се има предвид, че процесът на икономическо и ценово сближаване между държавите от ЦИЕ и еврозоната все още не е приключил, в тези държави рискът, свързан с натиск за повишаване на инфлацията посредством цените на храните, продължава да бъде посилен, отколкото в държавите от еврозоната. Основното предизвикателство за политиката на държавите от ЦИЕ, породено от силното поскъпване на храните, е стабилизирането на инфлационните очаквания и намаляването на възможните вторични ефекти от рязкото повишаване на инфлацията през последните месеци.

Графика Г Инфлационни очаквания и ХИПЦ-компонент храни за държавите от ЦИЕ

(годишно процентно изменение; баланс на оценките, пр.)



Източници: Европейска комисия и ЕЦБ.

3 Отчетените от Европейската комисия инфлационни очаквания се отнасят за разликата между средния процент от анкетираните, отговорили, че потребителските цени през следващите 12 месеца ще нараснат „прекалено много“, „значително“ или „малко“, и средния процент от анкетираните, отговорили, че през същия период потребителските цени ще „намалее“ или „ще останат като цяло непроменени“. Следователно показателят придобива образа на баланс на оценките и предоставя качествена информация единствено за промяната в посоката на инфлационните очаквания за следващите 12 месеца.

4 Прилага се и към ХИПЦ-инфлацията, и към ИПЦ-инфлацията независимо от някои специфични за отделните страни различия.

АЗИАТСКИ СТРАНИ С ВЪЗНИКВАЩИ ПАЗАРИ

Икономическата активност в азиатските страни с възникващи пазари се забавя през първата половина на 2008 г., особено в по-малките икономики като Сингапур, Тайван и Специалния административен район (САР) Хонконг, но като цяло остава висока. Въпреки че глобалният икономически спад разширява обхвата си и през последните месеци се засилва, износът от този регион се запазва на добро равнище. Икономическият растеж е стимулиран от вътрешното търсене, което остава значително в повечето страни независимо от ерозирането на покупателните възможности на потребителите, което се дължи главно на по-високите цени на храните. Поскъпването на суровините допълнително ускорява нарастването на цените, а паричните власти в региона започват да затягат провежданата от тях политика. Основните лихвени проценти в региона обаче се запазват много ниски или отрицателни в реално изражение.

В Китай растежът на БВП постепенно се забавя и през второто тримесечие на 2008 г. е 10.1% на годишна основа спрямо 10.6% през първото тримесечие. В голяма степен той е стимулиран от вътрешното търсене. В реално изражение продажбите на дребно нарастват, което е показател за значително потребителско търсене въпреки високите цени на храните и влошаването на условията на пазарите на акции и недвижими имоти. Годишният темп на прираст на номиналните инвестиции в дълготрайни активи остава над 25%, макар и да се наблюдава забавяне, особено в сектора на недвижимите имоти. Независимо от наблюдаваното му възстановяване през юли през първите шест месеца на 2008 г. прирастът на износа губи инерция. В резултат на това през този период търговският излишък в щатски долари е с 9.6% по-малък спрямо същия период на 2007 г., което също се дължи на увеличаващите се стойности на вноса поради високите цени на суровините. Годишната инфлация на потребителските цени продължава да намалява през юли до 6.3% спрямо 8.7% през февруари, което се дължи предимно на динамиката на цените на месото. Независимо от това обаче високата в ретроспективен план инфлация в цените на производител и увеличението през юни на административно определяните цени на енергоносителите се очаква да засилят натиска си върху потребителските цени през следващите месеци.

В Южна Корея реалният БВП нараства с годишен темп от 4.8% през второто тримесечие на 2008 г. и се забавя спрямо предходното тримесечие с 5.8%. Годишната ХИПЦ-инфлация се ускорява до 5.9% през юли спрямо 5.5% през предходния месец. В Индия икономическата активност остава без промяна, като растежът на БВП през първото тримесечие подобно на предходното е 8.8%. Инфлацията в цените на едро – основният за централната банка на Индия измерител на инфлацията, нараства до 12% през юли спрямо 4% в началото на годината.

Като цяло ускоряващият се глобален икономически спад наред със затягането на паричната политика в редица държави от региона, които не са обвързали валутите си към щатския долар, вероятно ще отслабнат през следващите няколко месеца. Независимо от това икономическите перспективи пред азиатските страни с възникващи пазари засега остават сравнително благоприятни главно поради силното вътрешно търсене, особено в големите страни от региона.

ЛАТИНСКА АМЕРИКА

В Латинска Америка темпът на икономическа активност леко намалява през първата половина на 2008 г. вследствие ефекта от забавянето на световната икономика и влиянието на някои вътрешни фактори. Същевременно под въздействие на нарастващите цени на

храните и суровините инфлационният натиск се запазва, а в резултат на това паричните власти в региона предприемат затягане на паричната си политика.

В Мексико през второто тримесечие на 2008 г. реалният БВП нараства с 2.8% на годишна база. Междувременно годишната ИПЦ-инфлация продължава да се ускорява и през юли достига 5.4%. В отговор на това централната банка на Мексико на 15 август повиши овърнайт лихвените проценти с 25 б.т. до 8.25%. В Бразилия наличната информация показва, че през второто тримесечие вътрешното търсене остава значително, като продажбите на дребно нарастват с 10.1% спрямо предходното тримесечие. Прирастът на промишленото производство като цяло остава непроменен спрямо първото тримесечие, като се наблюдава ускоряване с 6.4% на годишна основа.

Годишната ИПЦ-инфлация продължава да се повишава и достига 6.4% през юли. В Аржентина икономическата активност през второто тримесечие се забавя, а промишленото производство нараства с 5.5% спрямо предходната година (с 6.9% през първото тримесечие). Отслабването на промишлената активност може да се дължи най-вече на затруднения, свързани с енергоносителите. Годишната инфлация на потребителските цени слабо се понижава до 9.1% през юли.

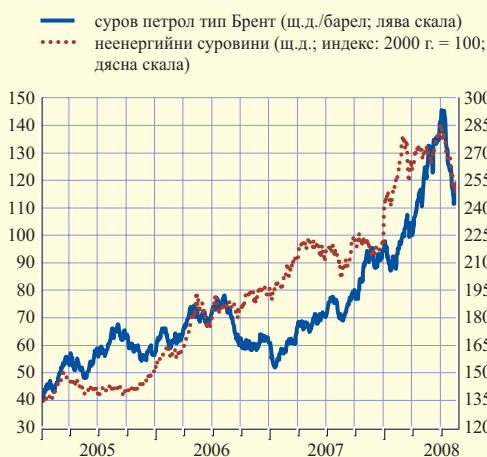
Като цяло се очаква прирастът на производството в региона постепенно да се забави поради затягането на финансовите условия и по-слабото външно търсене. Но прогнозите за страните от Латинска Америка продължават да бъдат като цяло благоприятни поради силното вътрешно търсене и положителното влияние на условията на търговия вследствие високите цени на суровините в някои икономики.

1.2 ПАЗАРИ НА ОСНОВНИ СТОКИ

През юни цените на петрола продължават да нарастват, достигайки на 11 юли максимума от 147.5 щ.д. Впоследствие на 2 септември те рязко спадат до 111.5 щ.д., но все още остават с 18% по-високи в сравнение с началото на годината (в евро увеличението е с около 20%). Намалението отчасти се дължи на по-добър от очакванията размер на запасите в САЩ и на по-слабо отрицателните перспективи, свързани с предлагането. В средносрочен план очакванията на участниците на пазара са за запазване на високите ценови равнища, като цените на фючърсите за декември 2009 г. възлизат на 116 щ.д. В каре 2 се разглежда влиянието на финансовата активност върху динамиката на цените на петрола.

Що се отнася до динамиката на базовите макроикономически показатели, търсенето реагира на по-високите цени и на забавянето на икономическата активност в страните от ОИСР, което води до увеличаване на запасите в САЩ. Това обаче вероятно ще бъде компен-

Графика 3 Динамика на пазарите на основни стоки



Източници: Блумбърг и *NIWI*.

сирано от засилващото се търсене в развиващите се страни. От страната на предлагането в страните от ОИСР се наблюдава слабо облекчаване на условията, както и значителен прираст на производството през юли.

Независимо от тенденциите равновесието между търсенето и предлагането продължава да бъде крехко и рисковете от бъдещи ценови скокове остават високи. Несигурността, свързана с климатичните условия, се запазва и съществува вероятност цените да реагират силно на промени в геополитическата обстановка, което може да доведе до проблеми при предлагането.

Цените на неенергийните суровини, достигнали рекордни стойности в началото на юли, също отбелязват спад (графика 3). Цените на металите също намаляват при съществуването на опасения, свързани със забавянето на световната икономика и съкращаването на разходите за навло. От гледна точка на основните храни цените на царевичата и соята от края на юни спадат под влияние на благоприятните климатични условия, които показват перспективи за добра реколта. И обратно, условията на пазарите на пшеница са по-затегнати в резултат на опасенията, свързани с реколтата в Южното полукълбо. Като цяло ценовият индекс на неенергийните стоки (в щатски долари) в края на август е с приблизително 21% по-висок на годишна база.

Карта 2

ФИНАНСОВА ДЕЙНОСТ НА ПЕТРОЛНИТЕ ПАЗАРИ

Напоследък цените на петрола отчитат силни колебания, като достигат най-високата си стойност от 147.5 щ.д. през юли 2008 г., преди рязко да спаднат. Подобни внезапни промени в цените на петрола естествено пораждат въпроса за причините за такава колебливост. Общопризнат е фактът, че условията на същинския петролен пазар са силно затегнати – оживеното търсене от страна на развиващите се държави заедно с несигурността относно перспективите за предлагането водят до наличието на ниски в исторически план свободни производствени мощности. Финансовата дейност на пазарите на петролните фючъри обаче също се изтъква като възможна причина за динамиката на цените в последно време. В картата се разглежда този въпрос, като се стига до извода, че като цяло съществуват оскъдни данни в подкрепа на предположението за силното и дълготрайно влияние, упражнявано от финансовата активност върху цените на петрола. Същевременно се посочва, че са нужни надеждни данни, а оттам – и по-голяма прозрачност по отношение на основните икономически показатели, които обуславят функционирането на петролните пазари.

Пазар на петролни фючъри

На пазара на петролни фючъри се купуват и продават стандартизирани договори за петролни фючъри по договорени цени за доставка на определена дата. Една от основните характеристики на пазара е, че при него се придобива собственост върху самата стока, но не и върху риска, свързан с нейната цена. Следователно търгуването с фючъри дава възможност на производителите/потребителите на стоки да се предпазят от непредсказуеми изменения на цените. Съответно то е начин за прехвърляне на риска от производителите и притежателите на определени основни стоки към посредници, които са съгласни да

поемат този ценови риск. По този начин пазарът на фючърси допринася за повишаването на икономическото благосъстояние, тъй като е предпоставка за по-ефективно разпределяне на съществуващите рискове.

На пазара на петролни фючърси има и търговски, и нетърговски участници. Търговските участници се осигуряват срещу колебания в цените. Икономическите агенти, които физически са въввлечени в производството и потреблението на петрол, все още представляват доминиращия дял от позициите на фючърсните пазари. Производителите може да искат да продават фючърси (т.е. да държат къси позиции) и договарят цената на петрола, който планират да добият в бъдеще. Потребителите на петрол (напр. авиокомпаниите) обикновено са от противоположната страна (т.е. те държат дълги позиции).

Нетърговските участници не се интересуват от физическите доставки на петрол. Една част от тях, борсовите играчи (активни инвеститори), използват своята предполагаемо по-добра информация, за да търгуват на петролния пазар, и се опитват да извлекат печалби, предвиждайки промените в пазарните цени на основните стоки. Следователно борсовите играчи може да държат дълги или къси позиции в зависимост от нагласите си.

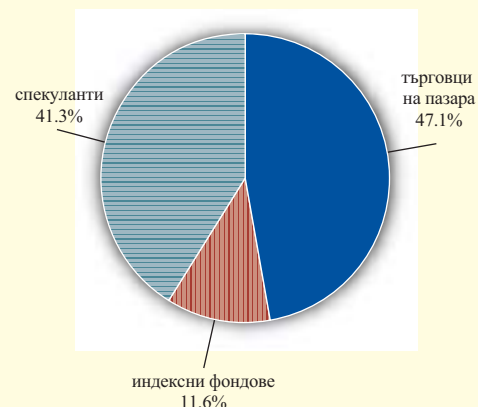
Индексните фондове (дългосрочно ориентирани пасивни инвеститори) се появиха неотдавна и отразяват желанието за добавяне на основни стоки в портфейлите с оглед на техния профил *риск/възвръщаемост*. Например те добавят стоки към портфейлите си, за да се предпазят от рисковете, произтичащи от чувствителните към цените на петрола активи, които те притежават. Ето защо тези фондове са „само дългосрочни“ играчи; те купуват петролни фючърси и ги удължават, когато им изтече срокът, за да избягнат доставката на стоката.

Ролята на индексните фондове

Тъй като по характера си индексните фондове пораждат допълнително търсене на петролни фючърси, понякога за тях се твърди, че допринасят за повишаването на цените

Графика А Позиции във фючърси и опции за суров петрол на NYMEX

(процент от всички позиции, май 2008 г.)



Източници: US Commodity Futures Trading Commission и Голдман Сакс.

Графика Б Динамика на цените на борсово търгувани и борсово нетъргувани основни стоки

(проценти; април 2008 г. спрямо януари 2002 г.)



Източник: Блумбърг.

на петрола. Вярно е, че размерът на индексните фондове наистина силно нараства от 2001 г. насам – от 10 млрд. щ.д. до над 200 млрд. щ.д. Част от това увеличение обаче се дължи на увеличението на индекса и само определена част от него на петролни инвестиции; остатъкът се разпределя между други основни стоки. Що се отнася до физическия пазар на петрол, ако се погледне в перспектива, изчисленията показват, че за цялата 2007 г. допълнителното търсене на петрол, породено от притока на инвестиции в индексни фондове, е по-малко от световното търсене на петрол за един ден.

Нещо повече, ако преструктурирането на портфейлите към пазарите на основни стоки определяше цените на тези стоки, можеше да се очаква, че стоките, които не се търгуват на борсата, ще бъдат изолирани от тази тенденция. Тъкмо обратното, цените на стоките, които не се търгуват на борсата – например кадмий или стомана, – нараснаха също толкова, колкото и борсово търгуваните, което показва по-важната роля на основните характеристики на предлагането и търсенето.

Ролята на борсовите играчи

Често борсовите сделки механично се асоциират с дестабилизиращи процеси. Този подход обаче е прекалено опростенчески. Когато борсовите играчи получат информация за някои фактори, които променят вижданията им за цените на петрола, те извършват борсовите си поръчки с тях. Формирането на цените съобразно тази нова информация спомага за незабавното определяне на новите пазарни цени. Важно е да се отбележи обаче, че и предлагането, и търсенето на петролните пазари са склонни да проявяват голяма нееластичност спрямо измененията на цените. Ето защо сравнително малка промяна в равновесието между предлагането и търсенето може да се отрази много силно върху цените.

Пред последните години борсовите играчи прибегват към дълги позиции, тъй като правилно са предвидили затегнатите условия на предлагането и търсенето, водещи до по-високи цени на петрола. Всъщност очакванията за по-силно нарастване на предлагането и за по-слаб прираст на търсенето неколкратно не се оправдаха, което обосновава последващите оценки на борсовите играчи, а оттам и по-високи цени на петрола. Това от своя страна представлява своевременно предупреждение към производителите и потребителите да приспособят адекватно дейността си (напр. да добиват повече петрол или да намалят потреблението).

Борсовите сделки не са в състояние постоянно да отклоняват цената от дългосрочното ѝ равновесие. При положение че краткосрочното търсене на петрол е силно нееластично по отношение на измененията на цените, нарастващите цени на факторите на производството оказват незначително влияние върху печалбите на рафинериите, понеже по-високите разходи могат да бъдат включени в потребителските цени. Ако обаче цените се отдалечат прекалено много от своята база, възможно е реакцията на търсенето да бъде по-силна и за производителите може да става все по-трудно да продават добития петрол, тъй като търсенето спада.

Следователно възможно е борсовата активност да доведе до по-силни колебания в цените на петрола в краткосрочен план; тя би могла също така да улесни установяването на цените и така да доведе до гладко и ефективно функциониране на пазара. Изключително

важно е обаче пазарните участници да могат да оперират, базирайки се на надеждни данни. Липсата на прозрачност по отношение на основните икономически показатели на петролните пазари, и по-специално по отношение на перспективите за предлагането в ситуация на засилено търсене, както и относително равнището на петролните запаси, поражда голяма несигурност на пазара. Това на свой ред води до засилена чувствителност на цените на петрола към информацията, дори към слухове, засягащи основни икономически показатели на петролните пазари и перспективите пред тях. Следователно е важно да се засили прозрачността и да се насърчава изготвянето на адекватна статистика на предлагането и търсенето, в частност – на ценните книжа и портфейлите.

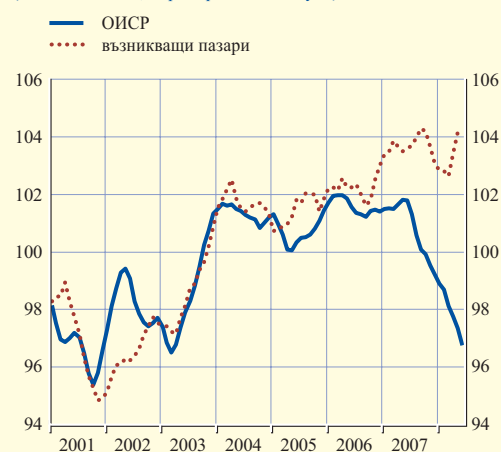
1.3 ПЕРСПЕКТИВИ ПРЕД ВЪНШНАТА СРЕДА

Забавянето на икономическия растеж в световен мащаб влошава перспективите за външното търсене на стоки и услуги от еврозоната. Съставният водещ показател (СВП) на ОИСР за юни сочи продължаващо влошаване на прогнозите за икономическата активност на страните от ОИСР (виж графика 4). За по-големите държави извън ОИСР показателят сочи сравнително съществено ускоряване на икономическата активност в Китай и Бразилия, докато в изгледите за Русия и Индия се наблюдават признаци на забавяне. Тази прогноза като цяло съответства на данните от проучването на *Ifo World Economic Climate*, според което перспективите за глобалната икономическа активност сега са по-неблагоприятни в сравнение с предвижданията преди три месеца и съответно отново са коригирани надолу за следващите шест месеца. Независимо от очакваното забавяне икономическият растеж в световен мащаб се очаква да остане относително устойчив.

Несигурността, свързана с изгледите за световния икономически растеж, остава значителна и в крайна сметка се запазват рисковете за влошаване на прогнозата, които определено се дължат на новото поскъпване на енергоносителите и храните. Освен това те са свързани и с възможността напрежението на финансовите пазари да окаже по-неблагоприятно влияние върху реалната икономика от прогнозите. Възможността за неочаквани процеси вследствие на диспропорции в глобален мащаб, както и опасения, свързани със засилването на протекционистичния натиск, също предполагат риск за влошаване на перспективата за икономическата активност.

Графика 4 Съставен водещ показател за ОИСР

(месечни данни; коригирана амплитуда)



Източник: ОИСР.

Забележка: Показателят за възникващите пазари е претеглена средна на съставния водещ показател за Бразилия, Индия, Русия и Китай.

2 ДИНАМИКА НА ПАРИТЕ И РАЗВИТИЕ НА ФИНАНСОВИЯ СЕКТОР

2.1 ПАРИ И КРЕДИТ НА ПФИ

Въпреки че прирастът на широките пари и кредитните агрегати сега показва известни признаци на забавяне, отразявайки мерките, свързани с провежданата от 2005 г. насам политика на намаляване рисковете за ценовата стабилност, фактът, че базовият темп на парична експанзия се запазва значителен, е признак за засилващ се риск за ценовата стабилност в средносрочен план. Годишният темп на прираст на М3 през юли остава силен (9.3%), но продължава да надхвърля базовия темп на парична експанзия, тъй като плоската крива на доходност на еврото стимулира пренасочването от по-рискови активи с по-дълъг матуритет към парични инструменти. Що се отнася до компонентите на М3, отливът от овърнайт-депозити води до допълнително забавяне на годишния темп на прираст на М1 през юли. Това пренасочване е предимно към краткосрочни депозити, в резултат на което приносът на краткосрочните депозити, различни от овърнайт-депозити (т.е. М2-М1), остава значителен. Забавянето на прираста на широките пари и кредита, макар и спрямо високите в ретроспективен план темпове, отразява най-вече закъснялото отражение на по-високите лихвени проценти, затегнатите финансови условия и по-бавния икономически растеж. В резултат от продължаващото напрежение на финансовите пазари са засегнати само някои специфични компоненти и източници и няма признаци за ограничаване на предлагането на кредити, свързано със сегашните финансови трусове.

ШИРОКИЯТ ПАРИЧЕН АГРЕГАТ М3

През второто тримесечие на 2008 г. независимо от известното забавяне годишният прираст на М3 остава значителен (10.0%) спрямо отбелязаната най-висока стойност през четвъртото тримесечие на 2007 г. от 12.0% (виж графика 5). Годишният темп на прираст на М3 продължава да се забавя през юли до 9.3% спрямо 9.5% през юни. Тримесечният и шестмесечният темп на прираст на годишна база потвърждава, че динамиката на М3 се забавя от началото на 2008 г. По-конкретно, годишният тримесечен темп на прираст намалява от 11% през декември 2007 г. до 7.2% през юли 2008 г.

Фактът, че годишният прираст на М3 остава значителен, се дължи отчасти на стимулиращото влияние на плоската крива на доходност, стимулираща пренасочването от по-рискови дългосрочни активи извън М3 към парични активи с по-къс матуритет. В резултат годишният темп на прираст на М3 продължава да изпреварва базовия темп на парична експанзия. Същевременно сегашната структура на спредовете между лихвените проценти по различните видове депозити продължава да насърчава реструктурирането в рамките на М3, поради което темпът на прираст на М1 се забавя, а този на краткосрочните депозити допълнително се ускорява.

Графика 5 Прираст на М3

(процентно изменение; сезонно и календарно изгладени данни)



Източник: ЕЦБ.

Най-общо казано, се наблюдават признаци на забавяне прираста и на широките пари, и на кредитните агрегати, което се дължи на закъснялото отражение на по-високите лихвени проценти, затегнатите финансови условия и по-бавния икономически растеж. Базовият темп на парична експанзия обаче остава силен, стимулиран от продължителния и устойчив годишен прираст на кредитите за частния сектор.

Динамиката на кредитите за домакинствата и нефинансовите предприятия следва историческия модел на реакциите спрямо лихвените проценти и икономическия цикъл и конкретно при кредитите за домакинствата кореспондира с наблюдавания спад на жилищния пазар. По-бавният прираст на кредитите не води до ограничаване на предлагането, свързано с наблюдаваните понастоящем финансови трусове. Налице са обаче явни признаци, че напрежението на финансовите пазари е засегнало отделни източници на МЗ, които са тясно свързани с характера на труса, по-специално вземанията на ПФИ от други финансови посредници (ДФП).

ОСНОВНИ КОМПОНЕНТИ НА МЗ

Наблюдаваното постепенно забавяне на годишния прираст на МЗ през второто тримесечие на 2008 г. (както и през юли) продължава да се дължи на по-малкия принос на М1 и на търгуемите инструменти, което само отчасти се компенсира от по-съществения принос на краткосрочните депозити, различни от овърнайт-депозитите (виж таблица 1).

През второто тримесечие на 2008 г. годишният темп на прираст на М1 продължава да отслабва до 2.2% спрямо 3.8% през първото тримесечие. През юли той се забавя допълнително до 0.5% и отбелязва най-ниското си равнище от началото третия етап на ИПС. Наблюдаваното през последните няколко месеца забавяне на прираста на М1 отразява динамиката на овърнайт-депозитите, чийто прираст намалява до 1.2% през второто тримесечие на 2008 г.

Таблица 1 Обобщаваща таблица на паричните променливи

(средни тримесечни данни; сезонно и календарно изгладени)

	Салда, процентен дял от МЗ ¹⁾	Годишни темпове на прираст					
		2007 3 тр.	2007 4 тр.	2008 1 тр.	2008 2 тр.	2008 юни	2008 юли
М1	42.0	6.5	5.9	3.8	2.2	1.4	0.5
Пари в обращение	7.1	8.9	8.0	7.8	7.8	8.0	7.1
Овърнайт-депозити	34.9	6.1	5.5	3.1	1.2	0.1	-0.8
М2 – М1 (= други краткосрочни депозити)	43.0	15.0	16.8	18.3	19.3	19.0	19.6
Депозити с договорен матуритет до 2 години	26.2	37.6	40.6	41.4	40.3	38.7	39.1
Депозити, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца	16.8	-3.2	-3.9	-3.3	-2.3	-2.0	-2.1
М2	85.1	10.3	10.7	10.3	10.0	9.4	9.3
М3 – М2 (= търгуеми инструменти)	14.9	18.7	19.6	16.3	10.2	9.8	9.2
МЗ	100.0	11.5	12.0	11.2	10.0	9.5	9.3
Вземания от резиденти на еврозоната		8.7	9.2	10.0	9.6	9.1	9.1
Вземания от сектор <i>Държавно управление</i>		-4.0	-4.1	-2.5	-1.2	-0.9	-0.1
Кредити за сектор <i>Държавно управление</i>		-0.8	-1.8	-0.9	0.8	2.0	1.6
Вземания от частния сектор		11.6	12.2	12.7	11.9	11.2	11.1
Кредити за частния сектор		11.0	11.1	11.1	10.5	9.9	9.4
Дългосрочни финансови пасиви (с изключение на капитал и резерви)		10.3	8.5	6.9	4.6	3.8	3.2

Източник: ЕЦБ.

1) Налични към края на последния месец. В резултат на закръгляване данните може да не се равняват.

Графика 6 Основни компоненти на М3

(годишно процентно изменение; сезонно и календарно изгладени данни)



Източник: ЕЦБ.

източник за финансиране на банките, което насърчава техните усилия да привличат такива депозити главно за сметка на овърнайт-депозитите.

Краткосрочните депозити, различни от овърнайт-депозитите (т.е. М2-М1), отново имат най-голям принос за годишния прираст на М3 през второто тримесечие и през юли. Това е отражение на продължаващото устойчиво нарастване на депозитите с договорен матуритет до 2 години (т.е. краткосрочните депозити), чийто темп на прираст се ускорява от 18.3% през първото тримесечие на 2008 г. до 19.3% през второто, регистрирайки най-високия прираст на тримесечна база след началото на третия етап на ИПС (виж графика 6). Годишният темп на нарастване на краткосрочните депозити се ускорява от 38.7% през юни до 39.1% през юли. За разлика от тях спестовните депозити (т.е. депозитите, договорени за ползване след предизвестие до 3 месеца) – другият основен компонент на краткосрочните депозити, различни от овърнайт-депозитите – продължават да намаляват през второто тримесечие на 2008 г., макар и с по-бавни темпове от предходното тримесечие, с което също допринасят за ускоряване прираста на другите краткосрочни депозити. През юли годишният темп на спад на спестовните депозити остава почти непроменен спрямо предходния месец.

Както и през изминалите няколко месеца, подчертано силната динамика на краткосрочните депозити до голяма степен е отражение на споменатата по-горе крива на доходност. За разлика от лихвените проценти по овърнайт- и краткосрочните спестовни депозити тези по-срочните депозити с кратък матуритет отразяват сравнително непосредствено повишенията, наблюдавани при лихвените проценти на срочния паричен пазар. Това подхранва прираста на краткосрочните депозити за сметка не само на овърнайт-депозитите, но и на спестовните депозити. Нещо повече, фактът, че кривата на доходност остава плоска, показва, че краткосрочните депозити са по-привлекателни и в сравнение с активите с по-дълъг матуритет

спрямо 3.1% през предходното. През юли 2008 г. годишният прираст на овърнайт-депозитите продължава да се забавя и е слабо отрицателен (-0.8%) спрямо юни (0.1%).

Намаляването на приноса на овърнайт-депозитите за прираста на М1 продължава да отразява динамиката на лихвените проценти. По-точно, постепенното увеличаване на лихвените проценти от декември 2005 г. води до устойчиво нарастване на алтернативните разходи от притежаването на такива инструменти. Малко необичайната понастоящем крива на доходност, която показва „изпъкналост“ при матуритет под една година, а като цяло е относително плоска, стимулира преливането от овърнайт-депозити в краткосрочни депозити, което също обяснява нарастването на краткосрочните депозити, различни от овърнайт-депозитите. Същевременно при сегашните икономически условия краткосрочните депозити са привлекателен

извън МЗ, тъй като осигуряват по-добра ликвидност, а по отношение на възвръщаемостта – по-малък риск при по-ниски разходи.

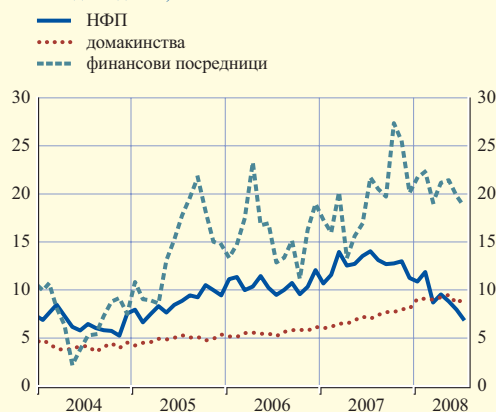
Годишният темп на прираст на търгуемите инструменти, включени в МЗ (т.е. МЗ-М2), продължава да намалява през второто тримесечие на 2008 г. до 10.2% спрямо 16.3% през предходното тримесечие. Това е резултат от чувствителния спад в годишния темп на прираст на акциите/дяловете на фондове на паричния пазар (най-големия подкомпонент) и дълговите ценни книжа с матуритет до 2 години. За разлика от тях темпът на нарастване на третия подкомпонент, споразуменията за обратно изкупуване, се запазва като цяло стабилен. През юли годишният темп на прираст на търгуемите инструменти спадна отново до 9.2% спрямо 9.8% през юни. След като през по-голямата част от 2007 г. темпът на прираст на търгуемите инструменти е много висок, през 2008 г. той съществено се забавя. Освен това месечните потоци на акциите/дяловете на фондове на паричния пазар продължават да се характеризират със значителни и повишаващи се равнища на колебливост, като тази тенденция се засилва във времето, особено след появилото се напрежение на финансовите пазари. Възникналите в първите месеци на финансовите трусове опасения на инвеститорите, свързани с акциите/дяловете на фондове на паричния пазар, постепенно се разсейват в началото на 2008 г., но възобновените изходящи потоци, наблюдавани през второто тримесечие и през юли, предполагат, че известни опасения все пак остават.

Секторната разбивка на прираста на парите се основава на данни за краткосрочните депозити и споразуменията за обратно изкупуване (МЗ-депозити). Годишният темп на прираст на този агрегат (най-широкия агрегат, за който съществува надеждна информация по сектори) продължава постепенно да спада през второто тримесечие на 2008 г. до 11.0% спрямо 11.3% през предходното тримесечие. Спадът продължава през юли 2008 г., когато годишният темп на нарастване се забавя до 10.2% спрямо 10.4% през юни.

Депозитите на домакинствата продължават да допринасят в най-голяма степен за общия годишен прираст на МЗ-депозитите през второто тримесечие на 2008 г. През юли годишният темп на нарастване на МЗ-депозитите на домакинствата отново се ускорява до 9.2% в сравнение с 8.6% през юни (виж графика 7). Това е отражение на преливането на средства в парични активи, породено от плоската крива на доходност, което води до увеличаване дела на паричните инструменти в общия портфейл от вложения на домакинствата. За разлика от тях темпът на прираст на МЗ-депозитите, притежавани от НФП, продължава да спада през второто тримесечие и през юли 2008 г. Забавянето на прираста на доходите на НФП в последно време вероятно играе определена роля за спада. Годишният темп на прираст на МЗ-депозитите, притежавани от непарични финансови посредници (т.е. ДФП), се забавя през второто тримесечие на 2008 г., както и през юли. Въпреки че се забавя през първата половина на 2008 г., годишният темп на нарастване на притежаваните от ДФП МЗ-депозити остава по-дина-

Графика 7 Краткосрочни депозити и споразумения за обратно изкупуване

(годишно процентно изменение; сезонно и календарно неизгладени данни)



Източник: ЕЦБ.
Забележка: Сектор ПФИ без Евросистемата.

мичен в сравнение с темпа, наблюдаван при другите подкомпоненти. Това отразява наред с другото и търсенето от страна на инвестиционни фондове на по-големи буферни запаси от ликвидност в период на възможно изтегляне на инвеститори, както и засилените предпочитания на ПФИ към обезпечено междубанково кредитиране чрез електронни платформи за търговия (довело до нарастване на притежаваните от ДФП средства по споразуменията за обратно изкупуване) след възникналото напрежение на финансовите пазари.

ОСНОВНИ ИЗТОЧНИЦИ НА МЗ

Що се отнася до източниците на МЗ, темпът на нарастване на общите вземания на ПФИ от резиденти на еврозоната спада до 9.6% през второто тримесечие на 2008 г. спрямо 10.0% през първото тримесечие (виж таблица 1), с което се прекъсва наблюдаваната досега възходяща тенденция. В рамките на всички вземания кредитите на ПФИ за сектор „Държавно управление“ продължават да намаляват на годишна основа, макар и със забавени темпове спрямо предходното тримесечие (-1.2% през второто тримесечие на 2008 г. в сравнение с -2.5% през първото тримесечие). Забавянето на прираста на общите вземания се дължи на динамиката на темпа на нарастване на вземанията от частния сектор, който намалява през последните месеци (11.9% през второто тримесечие на 2008 г. спрямо 12.7% през първото, след което продължава да намалява до 11.1% през юли).

Регистрираният спад в темпа на прираст на вземанията от частния сектор през второто тримесечие на 2008 г. е характерен за всички подкомпоненти на вземанията, макар и в различна степен. Годишният темп на нарастване на притежаваните от ПФИ ценни книжа на частния сектор, различни от акции, остава на много високо равнище от 39.6% през второто тримесечие (макар и малко под отбелязаните 43.0% през първото тримесечие), което отразява основно покупките от страна на ПФИ на емитирани от ДФП ценни книжа. Покупките вероятно са отражение на прякото и непрякото влияние на финансовите сътресения, тъй като те може би са свързани не само с предоставеното финансиране от ПФИ за дъщерни дружества със специална инвестиционна цел, но и с реорганизирането на някои дейности от страна на международни банкови групи, които прехвърлят различни задбалансови инструменти на територията на еврозоната. Съществуват данни, че ПФИ са секюритизирали в последните месеци част от кредитните си портфейли и задържат ценните книжа в собствените си баланси, вместо да ги продават на пазара. Тези трансакции влияят също върху динамиката на кредитите на ПФИ, които следователно следва да се тълкуват предпазливо (виж каре 3 за подробна информация относно влиянието на секюритизацията върху динамиката на кредитите).

Годишният темп на прираст на кредитите за частния сектор, най-големият компонент на вземанията от частния сектор, намалява до 10.5% през второто тримесечие на 2008 г. (преди да се забави до 9.4% през юли) спрямо 11.1% през първото тримесечие (виж таблица 1). Забавянето е резултат на намаляването на кредитите за нефинансовия частен сектор, докато темпът на прираст на кредитите за непаричните финансови посредници остава висок (25.0% през второто тримесечие и 23.6% през юли спрямо 24.9% през първото тримесечие). Темпът на нарастване на кредитите на ПФИ за нефинансовия частен сектор се забавя през второто тримесечие в резултат на постепенния спад на годишния темп на прираст на кредитите за НФП (който възлиза на 14.5% през второто тримесечие и 13.2% през юли спрямо 14.6% през първото тримесечие) и на годишния темп на нарастване на кредитите за домакинствата (5.0% през второто тримесечие и 4.1% през юли в сравнение с 5.9% през първото тримесечие). Неотдавнашната динамика на прираста на кредитите е в унисон със закономерностите в

ретроспективен план, отразявайки влиянието на наблюдаваното от края на 2005 г. увеличение на лихвените проценти на банките, по-слабата активност на жилищния пазар, затягането на кредитните стандарти (дължащо се основно на влошаващите се очаквания за общата икономическа активност и за състоянието на жилищния пазар) и цялостния икономически цикъл. Не са много данните, които свидетелстват за прякото въздействие на напрежението на финансовия пазар върху динамиката на кредитите на ПФИ например чрез количествените ограничения върху предлагането на кредити (виж раздели 2.6 и 2.7 за по-подробен анализ на финансовите потоци и финансовата позиция на НФП и домакинствата).

Каре 3

ОТРАЖЕНИЕ НА ТРАДИЦИОННАТА СЕКЮРИТИЗАЦИЯ ЧРЕЗ ДЕЙСТВИТЕЛНА ПРОДАЖБА ВЪРХУ ПОСЛЕДНИТЕ ТЕНДЕНЦИИ В КРЕДИТИТЕ НА ПФИ

По време на продължаващото напрежение на финансовите пазари анализът на краткосрочната динамика на кредитите на ПФИ за частния сектор бе обект на засилено внимание. Преценката за това дали банковата система може, или не може да осигури достатъчно финансиране за домакинствата и за нефинансовите предприятия се оказва определяща при оценяване на макроикономическите перспективи. Критично важен елемент на такъв анализ е разграничаването на фундаменталните фактори, обуславящи предлагането и търсенето на кредити, от краткосрочната динамика на данните за кредитите, която е резултат от действието на временни фактори, като например специфични трансакции за секюритизация на кредитите¹, осъществявана от ПФИ в еврозоната. За да се очертае неотдавнашната динамика на кредитиране на ПФИ, в карето са актуализирани оценките, представяни в няколко карета в предишни месечни бюлетини, във връзка с отражението на традиционните трансакции за секюритизация чрез действителна продажба върху прираста на кредитите на ПФИ.²

Секюритизация чрез действителна продажба и статистика на кредитите на ПФИ

На ниво еврозона динамиката на общите кредити за частния сектор е по-умерена от средата на 2007 г. насам, като цяло съответства на очакванията и се основава на динамиката при конвенционалните икономически и финансови фактори, обуславящи търсенето на кредити. И все пак към края на второто тримесечие на 2008 г. кредитните потоци от ПФИ към частния сектор – и по-конкретно жилищните кредити за домакинства – рязко спаднаха (виж графики А и Б) по начин, който трудно може да бъде обяснен единствено с фундаменталните фактори.

За да се прецени дали наблюдаваните спадове се дължат на промяна в поведението на банките и/или кредитополучателите, или са просто отражение на технически фактори, необходимо е да се направи анализ на ефекта от секюритизацията – и по-конкретно на секюритизацията чрез действителна продажба. Традиционната секюритизация чрез

1 За обсъждане на въпросите по отпускане на кредити и секюритизацията им виж статията "Securitisation in the euro area", Месечен бюлетин на ЕЦБ, февруари 2008 г.

2 За предходни оценки на отражението на секюритизацията чрез действителна продажба върху нарастването на кредитите виж: каре 1 "The impact of MFI loan securitisation on monetary analysis in the euro area", Месечен бюлетин на ЕЦБ, септември 2005 г.; каре 2 в статията "Securitisation in the euro area", Месечен бюлетин на ЕЦБ, февруари 2008 г.; каре 3 „Значение на счетоводните стандарти за интерпретиране статистиката на кредитите на ПФИ“, Месечен бюлетин на ЕЦБ, март 2008 г.

Графика А Кредити на ПФИ за частния сектор

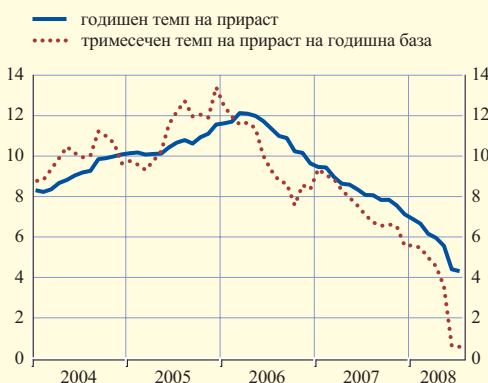
(годишно процентно изменение; сезонно изгладени данни)



Източници: ЕЦБ и изчисления на ЕЦБ.

Графика Б Кредити на ПФИ за домакинства за покупка на жилище

(годишно процентно изменение; сезонно изгладени данни)



Източници: ЕЦБ и изчисления на ЕЦБ.

действителна продажба е свързана с продажбата на кредити от ПФИ на НПФИ, след което тези кредити се отписват от балансите на ПФИ. През последните години секюритизацията стана важен елемент на бизнес моделите на банките, който им позволява да разпределят кредитния риск и да създават ликвидни инструменти от обичайно неликвидни кредити. Такава секюритизация обаче може да изкриви информацията, включена в статистиката за кредитите на ПФИ, тъй като кредитите за частния сектор, отпуснати от ПФИ, се изваждат от кредитните данни на ПФИ в момента, в който бъдат отписани от балансите им.

В резултат на това при интерпретиране на статистическите редове за кредитите на ПФИ е важно да се разбере дали съответните счетоводни правила са позволили на отпусналите кредити ПФИ да ги отпишат от балансите си (официално, т.е. да „не ги признават“) в хода на секюритизационните трансакции.

Тези счетоводни правила се различават в отделните държави от еврозоната. Ето защо често пъти по-скоро характерът на прилаганите счетоводни правила – а не видът на икономическата трансакция – е определящ за това дали дадена трансакция се класифицира като традиционна секюритизация чрез действителна продажба, а оттук и дали оказва отражение върху кредитната статистика на ПФИ.³ Следователно данните за кредитите следва да се тълкуват внимателно при извличане на значима информация за целите на паричната политика. За да се отрази значението на счетоводните правила за вида икономическа трансакция, оценката по-нататък се отнася по-скоро за „отписани“, отколкото за „секюритизирани“ кредити.

³ Например в редица държави от еврозоната прилагането на Международните стандарти за финансова отчетност (по-специално Международен счетоводен стандарт 39) в съчетание с прилагането на някои надзорни политики в конкретни държави – членки на ЕС, където моделът на банкиране „предоставяне на кредити и разпределяне на риска“ доби особена популярност в последните години, в голяма степен не позволи на кредитните институции да отпишат кредитите от своите баланси след продажбата им на дружества със специална инвестиционна цел. За по-подробно описание виж каре 3 „Значението на счетоводните стандарти за интерпретиране статистиката на кредитите на ПФИ“, Месечен бюлетин на ЕЦБ, март 2008 г.

„Запазената“ секюритизация намали кредитите на ПФИ за покупка на жилище през второто тримесечие на 2008 г.

Предварителни оценки, ползващи налични в ЕЦБ данни, позволяват да се направи приблизителна оценка на отражението, което отписването на кредити има върху кредитната статистика на ПФИ⁴. Тези предварителни оценки показват, че отражението, което отписаните кредити са оказали за намаляване прираста на кредитите на ПФИ за частния сектор в периода април – май 2008 г., е в размер на 50 млрд. евро на база сезонно изгладени данни. Това е най-силният ефект, наблюдаван през оценявания период от 1999 г. досега.

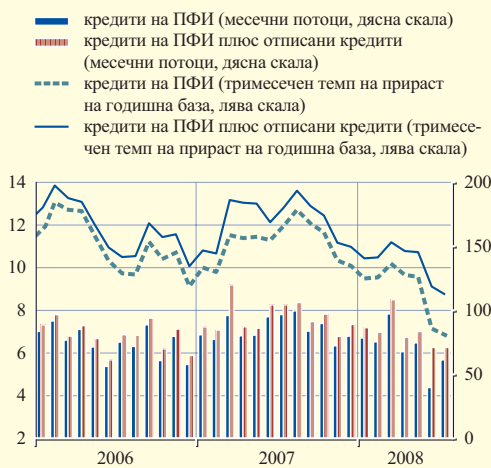
На пръв поглед констатирането на подобно засилено отписване на кредити, дължащо се на секюритизация на кредитите в периода на продължаващото напрежение на финансовите пазари, изглежда в противоречие с ниските нива на активност, наблюдавани на пазарите, на които се пласират секюритизиращите инструменти. Все пак традиционните трансакции за секюритизация чрез действителна продажба през 2008 г. приемат предимно формата на „запазена“ секюритизация от страна на ПФИ. С други думи, вместо да ги продават на пазара или да ги пласират частно на инвеститори, ПФИ сами закупуват ценните книжа, които се създават при традиционния процес на секюритизация чрез действителна продажба.

Въпреки че наличната информация за отписани от балансите кредити не позволява разбивка по сектори и цели на кредитите – обект на трансакциите, изглежда вероятно повечето отписани кредити да са кредити на домакинства за покупка на жилище. Оценката за отписаните кредити може да се използва за коригиране на динамичните редове за кредитите от ПФИ – особено на домакинствата за покупка на жилище, – от влиянието на

4 Подобрена и хармонизирана статистика на секюритизираните кредити на ПФИ е в процес на разработване и се очаква да бъде на разположение от 2010 г.

Графика В Кредити на ПФИ за частния сектор

(годишно процентно изменение; потоци, млрд. евро; сезонно изгладени данни)



Източници: ЕЦБ и оценки на ЕЦБ.

Графика Г Жилищни кредити на ПФИ за домакинства

(годишно процентно изменение; потоци, млрд. евро; сезонно изгладени данни)



Източници: ЕЦБ и оценки на ЕЦБ.

отписаните кредити. Например като събруваме оценените отписани кредити и потоците от кредити на ПФИ за покупка на жилище, можем да добием по-ясна представа за потока от кредити, първоначално отпуснати от ПФИ за покупка на жилище.

За да се илюстрира отражението на отписването на кредити върху краткосрочната динамика на кредитирането от ПФИ, на графика В са показани месечните потоци и тримесечният темп на нарастване на кредитите на ПФИ за частния сектор на годишна база. Графика Д показва същите статистически редове на кредити на ПФИ за домакинствата с цел покупка на жилище. И в двата случая се прави сравнение между отчетните данни и данните, коригирани с оцененото влияние на отписването на кредити.

Тези графики носят две ясни послания. Първо, може да се види успокояване както при кредитите на ПФИ за частния сектор, така и при кредитите на ПФИ за домакинствата за покупка на жилище, независимо от всякакви корекции, отразяващи отписването на кредити от балансите на ПФИ. Второ, въпреки че официалните динамични редове за кредитите, отпускани от ПФИ, показаха рязък спад към края на второто тримесечие на 2008 г., успокояването, наблюдавано през последните месеци, не изглежда хаотично или извънредно след коригиране за влиянието на отписването на кредити. В средата на 2008 г. разликата между тримесечните темпове на нарастване на годишна база със и без корекция достигна най-високото си ниво от 1999 г. насам както при кредитите за частния сектор, така и при тези за покупка на жилище – тази разлика е около 2 пр.п. при кредитите за частния сектор и около 6 пр.п. при кредитите за покупка на жилище.

Така коригирането на официалните статистически редове за кредитите с ефекта от отписването на кредити оказва значително влияние върху данните и тяхното тълкуване. При такова коригиране се вижда, че прирастът на кредитите на ПФИ (и по-конкретно тези за покупка на жилище) продължава да се успокоява в съответствие с традиционните си основни показатели. Следователно резкият му спад през юни не дава основание за допълнителни опасения по отношение предлагането на банкови кредити, каквото би било тълкуването на данните в противен случай.

От анализа на другите източници на МЗ се вижда, че годишният темп на прираст на дългосрочните финансови пасиви на ПФИ, без капитала и резервите, продължава да намалява през последните тримесечия (виж графика 8), което се дължи на наблюдаваното забавяне при всички подкомпоненти. По-конкретно, забавянето на годишния темп на нарастване на дългосрочните депозити отразява плоската крива на доходност, което стимулира прехвърлянето на средства от дългосрочните депозити към тези с по-къс матуритет.

Що се отнася до външните източници на МЗ, при нетната позиция на чуждестранните активи на ПФИ се наблюдават последователни изходящи потоци, които годишно достигат 304 млрд. евро (виж графика 9). Значителните изходящи потоци отразяват възстановяването на равновесието на международните портфейли чрез пренасочване на активи извън еврозоната. Има обаче известни данни и за влиянието от реструктурирането на някои дейности, предприето от кредитните институции на еврозоната, които вероятно прехвърлят дъщерни финансови дружества от чужбина в еврозоната.

Графика 8 МЗ и дългосрочни финансови пасиви на ПФИ

(годишно процентно изменение; сезонно и календарно изгладени данни)



Източник: ЕЦБ.

Графика 9 Източници на МЗ

(годишни потоци; млрд. евро; сезонно и календарно изгладени данни)



Източник: ЕЦБ.

Забележки: МЗ е показан само за сведение ($M3 = 1+2+3-4+5$). Дългосрочните финансови пасиви (с изключение на капитал и резерви) са показани с обратен знак, тъй като са задължения на сектор ПФИ.

В заключение, наличните данни за парите и кредита до юли 2008 г. потвърждават оценката, че въпреки известното забавяне в последно време базовият темп на нарастване на парите и кредита остава висок. Продължаващото забавяне на прираста на кредитите на ПФИ за нефинансовия частен сектор отразява най-вече традиционното влияние на динамиката на икономическата активност и затягането на кредитните условия, като не се наблюдават признаци на допълнително въздействие на напрежението на финансовите пазари например чрез капиталовите позиции на банките и отгук чрез предлагането на кредити. Прякото влияние на напрежението на финансовите пазари се изразява най-вече в бързия прираст на ценните книжа, закупени от ДФП в контекста на дейностите по секюритизация. Ако погледнем в перспектива, закономерностите през годините и очакваната динамика на фундаменталните икономически показатели сочат по-нататъшно забавяне на прираста на кредитите през следващите месеци.

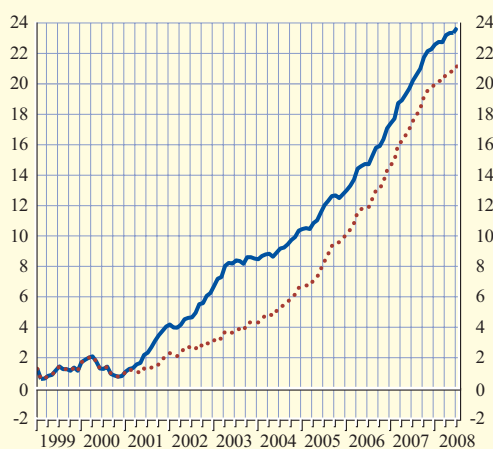
ОБЩА ОЦЕНКА НА УСЛОВИЯТА ЗА ПАРИЧНА ЛИКВИДНОСТ В ЕВРОЗОНАТА

Процесът на натрупване на парична ликвидност в еврозоната се забавя през второто тримесечие на 2008 г., което намира отражение в динамиката на номиналния и реалния паричен недостиг. Измерителите на състоянието на ликвидността следва да се тълкуват с известна предпазливост, тъй като те се основават на оценката за равновесие на паричните средства, която като правило е несигурна, особено в настоящия момент. В действителност различията между отделните измерители на паричния недостиг могат да служат като сигнал за значителна несигурност по отношение състоянието на ликвидността в еврозоната понастоящем. Вземайки предвид тези уговорки, последните налични данни за състоянието на ликвидността в еврозоната показват, че измерителите, изчислени въз основа на

Графика 10 Оценки на номиналния паричен недостиг¹⁾

(процент от наличностите от М3; сезонно и календарно изгладени данни; декември 1998 г. = 0)

— номинален паричен недостиг на база официалния М3
 номинален паричен недостиг на база М3, коригиран за оценка влиянието на реструктуриране на портфейла²⁾



Източник: ЕЦБ.

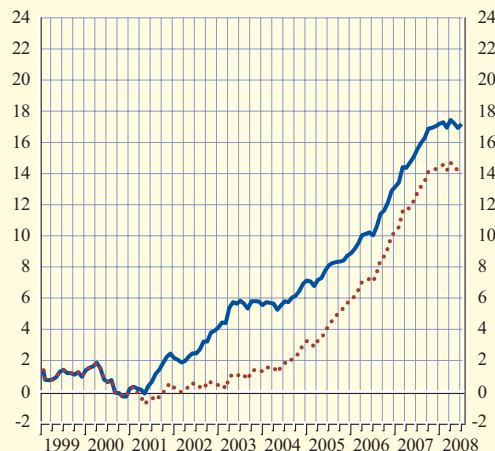
1) Мярката за номиналния паричен недостиг се определя като разлика между настоящото равнище на М3 по референтната му стойност и равнището на М3, което би се получило при постоянен прираст на М3 по референтната му стойност от 4½% след декември 1998 г. (взет за базов период).

2) Оценките на диапазона на реструктуриране на портфейла в М3 са конструирани при използването на общия подход, разгледан в раздел 4 на статията *Monetary analysis in real time*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, октомври 2004 г.

Графика 11 Оценки на реалния паричен недостиг¹⁾

(процент от наличностите от реалния М3; сезонно и календарно изгладени данни; декември 1998 г. = 0)

— реален паричен недостиг на база официалния М3
 реален паричен недостиг на база М3, коригиран за оценка влиянието на реструктуриране на портфейла²⁾



Източник: ЕЦБ.

1) Мярката за реалния паричен недостиг се определя като разлика между настоящото равнище на М3, дефлиран с ХИПЦ, и дефлираното равнище на М3, което би се получило при постоянен прираст на М3 по референтната му стойност от 4½% след декември 1998 г. и ХИПЦ-инфлацията съгласно дефиницията на ЕЦБ за ценова стабилност при базов период декември 1998 г.

2) Оценките на диапазона на реструктуриране на портфейла в М3 са конструирани при използването на общия подход, разгледан в раздел 4 на статията *Monetary analysis in real time*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, октомври 2004 г.

отклоненията на прираста на парите от референтната стойност на ЕЦБ, като цяло се стабилизират през второто тримесечие на 2008 г. след значителното им покачване от 2004 г. до 2007 г. (виж графики 10 и 11). Номиналният паричен недостиг, т.е. разликата между действителното равнище на М3 и равнището, съответстващо на референтната стойност на парична експанзия, продължава леко да нараства през второто тримесечие на 2008 г. Алтернативните измерители на ликвидността, които са коригирани спрямо някои ограничения на номиналния паричен недостиг, а именно паричният недостиг, изчислен на база динамичните редове на М3, отчитащи последиците от реструктурирането на портфейлите, и реалният паричен недостиг, отчитащ факта, че част от натрупаната ликвидност е абсорбирана от по-високите цени, показват чувствително по-малки и по-стабилни (но въпреки това големи) запаси от парична ликвидност.

Независимо от това общото заключение, свързано с проверката на тези измерители, и по-специално това, което се основава на задълбочен паричен анализ и определя базовия темп на прираст на М3, показва, че ликвидността в еврозоната остава голяма. Като цяло, въпреки че се наблюдават признаци на забавяне прираста на широките пари и кредитните агрегати като отражение на мерките на паричната политика след 2005 г. в отговор на рисковете за ценовата стабилност, запазването на висок базов темп на парична експанзия в условията на висока ликвидност отново сочи риск за ценовата стабилност в средносрочен хоризонт.

2.2 ФИНАНСОВИ ИНВЕСТИЦИИ НА НЕФИНАНСОВИТЕ СЕКТОРИ И ИНСТИТУЦИОНАЛНИТЕ ИНВЕСТИТОРИ

През първото тримесечие на 2008 г. годишният темп на прираст на всички финансови инвестиции на нефинансовите сектори продължава да се забавя. Забавянето засяга сектор Домакинства, НФП и сектор Държавно управление. Годишните потоци към инвестиционни фондове продължават чувствително да намаляват през първото тримесечие, а забавянето на годишния темп на прираст на финансовите инвестиции на застрахователни дружества и пенсионни фондове прекъсва през този период.

НЕФИНАНСОВИ СЕКТОРИ

През първото тримесечие на 2008 г. (последното тримесечие, за което има данни) годишният темп на прираст на всички финансови инвестиции на нефинансовите сектори продължава да се забавя и достига 3.8% спрямо 4.4% през четвъртото тримесечие на 2007 (виж таблица 2). Разбивката по инвестиционни инструменти показва, че забавянето се дължи в частност на по-ниския прираст на инвестициите в акции на взаимни фондове, застрахователни технически резерви и, макар и в по-малка степен, дългови ценни книжа и валута и депозити. За разлика от тях прирастът на инвестициите в акции и други капиталови инструменти, без акции на взаимни фондове, продължава да се ускорява.

Разбивката по нефинансови сектори показва, че забавянето темпа на прираст на общите финансови инвестиции през първото тримесечие на 2008 г. засяга почти всички сектори (виж графика 12). Годишният темп на нарастване на финансовите инвестиции на домакинствата продължава да намалява и достига 3.1%, най-ниското равнище от началото на третия етап на ИПС. Въпреки че отново спада, темпът на прираст на финансовите инвестиции на НФП (5.3%) остава сравнително висок в сравнение с темповете на прираст на другите сектори и с тези през

Таблица 2 Финансови инвестиции на нефинансовите сектори на еврозоната

	Салда в процент от финансовите активи ¹⁾	Годишни темпове на прираст									
		2005 4 тр.	2006 1 тр.	2006 2 тр.	2006 3 тр.	2006 4 тр.	2007 1 тр.	2007 2 тр.	2007 3 тр.	2007 4 тр.	2008 1 тр.
Финансови инвестиции	100	5.1	4.8	4.8	4.7	4.7	4.9	5.1	4.9	4.4	3.8
Валута и депозити	23	6.5	6.4	6.4	7.1	7.0	7.4	8.0	7.3	6.7	6.5
Дългови ценни книжа с изключение на финансови деривати	6	-1.0	0.8	1.9	3.7	5.9	4.6	3.5	3.2	3.6	2.9
в т.ч. краткосрочни	1	-10.7	6.9	4.6	7.7	17.9	13.5	15.6	28.0	35.8	29.2
в т.ч. дългосрочни	5	-0.1	0.3	1.7	3.4	4.9	3.7	2.3	0.8	0.8	0.2
Акции и други капиталови инструменти с изключение на акции на взаимни фондове	31	3.5	2.5	2.8	1.9	1.7	2.0	2.2	2.7	3.0	3.2
в т.ч. котираны акции	9	0.7	-1.0	0.2	0.9	0.0	1.0	1.4	1.5	2.8	3.6
в т.ч. некотираны акции и други капиталови инструменти	22	4.6	3.9	3.7	2.3	2.5	2.4	2.5	3.2	3.1	3.1
Акции на взаимни фондове	6	4.3	3.1	2.0	0.1	-0.7	-0.5	-0.4	-2.7	-4.2	-6.0
Застрахователни технически резерви	16	7.5	7.6	7.5	7.3	6.7	6.4	6.3	5.9	5.5	4.9
Други ²⁾	18	6.8	6.5	6.4	6.8	7.4	8.2	8.4	8.5	6.7	4.8
МЗ ³⁾		7.4	8.4	8.4	8.5	9.9	11.0	11.0	11.3	11.5	9.9

Източник: ЕЦБ.

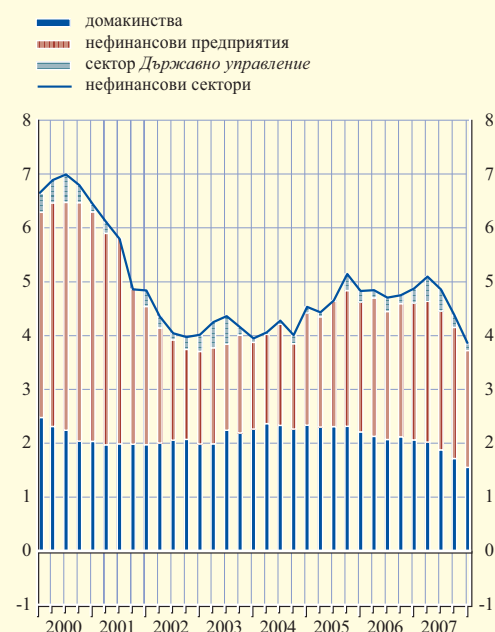
1) Към края на последното тримесечие, за което има налични данни. В резултат на закръгляване числата може да не се равняват.

2) Другите финансови активи включват кредити, финансови деривати и други задължения, които на свой ред включват и търговски кредити, предоставяни от нефинансови предприятия.

3) Край на тримесечието. Паричният агрегат МЗ включва парични инструменти, притежавани от НФФИ от еврозоната (т.е. нефинансовия сектор и непаричните финансови институции) при ПФИ от еврозоната, и сектор Централно държавно управление.

Графика 12 Финансови инвестиции на
нефинансовите сектори

(годишно процентно изменение; принос, пр.п.)



Източник: ЕЦБ.

Графика 13 Нетни годишни потоци
в инвестиционни фондове (по категории)

(млрд. евро)



Източници: ЕЦБ и Европейска асоциация за управление на фондове и активи (EFAMA).

1) Изчисления на ЕЦБ на база националните данни, предоставяни от EFAMA.

периода на забавен икономически растеж през 2002 г. и 2003 г. (за по-подробна информация за динамиката на финансовите инвестиции по сектори виж раздели 2.6 и 2.7).

ИНСТИТУЦИОНАЛНИ ИНВЕСТИТОРИ

Темпът, с който нарастват общите активи на инвестиционните фондове (без фондовете на паричния пазар) в еврозоната, рязко спада през първото тримесечие на 2008 г. (с 9.9% спрямо първото тримесечие на 2007 г.). Това е първият спад на годишна основа след периода на финансова несигурност през 2001–2003 г. Забавеният темп през първото тримесечие на 2008 г. се дължи най-вече на по-малката стойност на притежаваните ценни книжа, включително акции. Последните налични данни за трансакциите показват, че намаляването стойността на общите активи на инвестиционни фондове през първото тримесечие на 2008 г. може да се дължи главно на ефекта от преоценки, и само в някаква степен на реструктуриране на активите. Каре 4, посветено на отражението на трансакциите и ефектите от преоценка върху стойността на активите на инвестиционните фондове от еврозоната, предоставя по-подробна информация по този въпрос.

Данните, предоставени от Европейската асоциация за управление на фондове и активи (*European Fund and Asset Management Association, EFAMA*)¹ относно нетните продажби на различни видове инвестиционни фондове през първото тримесечие на 2007 г., показват, че отново се отчитат нетни годишни изходящи потоци от фондовете, инвестиращи в капиталови инструменти, и тези, инвестиращи в облигации, като те допълнително нарастват в сравнение

¹ Европейската асоциация за управление на фондове и активи (EFAMA) предоставя информация относно нетните продажби (или нетните входящи потоци) на публично предлаганите отворени фондове, инвестиращи в капиталови инструменти и облигации, за Австрия, Германия, Гърция, Испания, Италия, Люксембург, Нидерландия, Португалия, Финландия и Франция. За повече информация виж карето *Recent Developments in the net flows into euro area equity and bond funds*, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, юни 2004 г.

с предходното тримесечие (виж графика 13). За разлика от тях смесените (балансираните) фондове и фондовете на паричния пазар продължават да отчитат нетен приток, макар и в по-малък размер в сравнение с предходни тримесечия. Вzeti заедно, тези последни тенденции сочат известно намаляване на сравнително устойчивия приток към инвестиционните фондове през 2005 г. и 2006 г.

Годишният темп на прираст на всички финансови инвестиции на застрахователни дружества и пенсионни фондове от еврозоната е 4.9% през първото тримесечие на 2008 г., почти непроменен спрямо четвъртото тримесечие на 2007 г. По такъв начин се слага край на чувствителния спад, наблюдаван през 2007 г. (виж графика 14). Почти непромененият темп на прираст през първото тримесечие на 2008 г. прикрива намаления принос на инвестициите в дългови ценни книжа, без финансови деривати, и акции на взаимни фондове, който в голяма степен е компенсиран от по-високия принос на инвестициите в други категории, по-специално инвестиции в кредити и депозити (включени в категорията „други“ финансови инвестиции).

Графика 14 Финансови инвестиции на застрахователни дружества и пенсионни фондове

(годишно процентно изменение; принос, пр.п.)



Източник: ЕЦБ.

1) Включва кредити, депозити, застрахователни технически резерви, други задължения и финансови деривати.

Капе 4

ОТРАЖЕНИЕ НА ТРАНСАКЦИИТЕ И НА ЕФЕКТИТЕ ОТ ПРЕОЦЕНКА ВЪРХУ СТОЙНОСТТА НА АКТИВИТЕ НА ИНВЕСТИЦИОННИТЕ ФОНДОВЕ В ЕВРОЗОНАТА

През първото тримесечие на 2008 г. стойността на общите активи/пасиви на инвестиционните фондове в еврозоната (с изключение на фондовете на паричния пазар) намаля с 9.9% спрямо предходната година. Подобни силни спадове в стойностите на активите са наблюдавани и в други случаи (например в периода на финансова несигурност през 2001–2003 г.) и оценката им зависи от степента, в която те са породени от изменения в трансакциите или от изменения вследствие преоценка. Сега оценяването им може да бъде улеснено, като се използват новите налични данни за трансакциите.

ЕЦБ публикува статистика на инвестиционните фондове за еврозоната от януари 2003 г. Докато до средата на 2008 г. публикуваните данни се отнасяха за салдата, на 10 юли 2008 г. в данните си за първото тримесечие на 2008 г. ЕЦБ за първи път включи информация за трансакции с акции, издадени от инвестиционни фондове.¹ Тези трансакции обхващат

¹ Тези нови данни за трансакциите дават възможност да се анализират по-подробно акциите на инвестиционните фондове, които понастоящем съставляват около 94% от общите пасиви на инвестиционните фондове. Данните са достъпни в Статистическата база данни на интернет страницата на ЕЦБ (<http://sdw.ecb.europa.eu>).

инвеститорския общ нетен приток към инвестиционните фондове, изчислен чрез добавяне на инвеститорските нетни покупки на акции на инвестиционни фондове към дохода, получен от инвестиционните фондове, а изплатените от фондовете дивиденди се приспадат. Тези данни все още не са налични в разбивка по вид на инвестиционния фонд. От третото тримесечие на 1999 г. насам те допълват данните за салдата, които датират от четвъртото тримесечие на 1998 г.

Графика А показва измененията по тримесечия в стойността на активите на инвестиционните фондове с разбивка по трансакции и изменения от преоценки. Измененията от преоценки отразяват главно промени в цените на активите, но включват също и влиянието на колебанията във валутните курсове и последващи статистически прекласификации. Изглежда, че през първото тримесечие на 2008 г. спадът в стойността на активите на фондовете се дължи предимно на отрицателните ефекти от преоценка и само малка част от него – на намаляване на трансакциите. Това изглежда валидно и за другите случаи на спад в стойностите на активите, наблюдавани от началото на третия етап на ИПС, като например регистрирания през третото тримесечие на 2001 г. И все пак динамиката през първото тримесечие на 2008 г. и във втората половина на 2007 г. е в известен смисъл безпрецедентна, понеже за първи път се наблюдават нетни изходящи потоци от инвестиционни фондове.

На графика Б се вижда, че ефектите от преоценка, представени на графика А, са тясно свързани с измененията на цени на акциите в еврозоната, измерени с индекса *EURO STOXX*. Не може да се очаква еднозначно успоредно движение, понеже ефектите от преоценка на акциите на инвестиционните фондове отразяват и изменения в цените на акциите извън еврозоната, както и на други категории активи, например облигации. По-специално, малко по-малката амплитуда на ефектите от преоценка по отношение на промените в цените на акциите отразява главно движението в цените на облигациите, което е по-устойчиво от промените в цените на акциите. В това отношение съпоставката с други случаи на подобни ефекти от

Графика А Принос за измененията на акциите на инвестиционните фондове

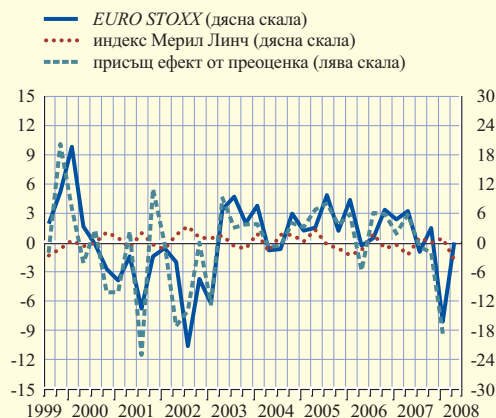
(тримесечно процентно изменение; пр.п.)



Източници: Блумбърг, ЕЦБ и Мерил Линч.
Забележка: Налични данни до първото тримесечие на 2008 г.

Графика Б Ефекти от преоценка, цени на фондовите пазари и цени на облигации

(проценти)



Източници: Блумбърг, ЕЦБ и Мерил Линч.
Забележки: *EURO STOXX* се отнася за ценовия индекс *EURO STOXX* на фондовите пазари. Индексът *Мерил Линч* се отнася за индекса на Мерил Линч за ценова възвръщаемост на облигациите в ИПС. Данните за цените на фондовите пазари и за цените на облигациите са тримесечни темпове на прираст (налични данни до второто тримесечие на 2008 г.). Данните за ефектите от преоценка са изразени в процент от общите салда за акциите на инвестиционни фондове (налични данни до първото тримесечие на 2008 г.).

преоценка, например през 2001 г. и 2002 г., показва някои съществени различия. За отбелязване е, че през третото тримесечие на 2001 г. и второто тримесечие на 2002 г. цените на акциите също спаднаха силно, но цените на облигациите, измерени с индекса „Мерил Линч“ за ценова възвръщаемост в ИПС, нараснаха значително. За разлика от тези епизоди първото тримесечие на 2008 г. се характеризира както със спадащи цени на акциите, така и само с умерено нарастващи цени на облигациите.

Като цяло анализът показва, че при оценяване на измененията в стойността на активите на инвестиционните фондове е добре да се прави разграничение между измененията, дължащи се на трансакции и на реструктуриране на портфейлите, от една страна, и измененията от преоценка и последващото движение в цените на активите, от друга страна. Такава разбивка разкрива също така, че неотдавнашният силен спад в стойността на активите на инвестиционните фондове е донякъде различен по характер от наблюдаваните през 2001 г. и 2002 г.

2.3 ЛИХВЕНИ ПРОЦЕНТИ НА ПАРИЧНИЯ ПАЗАР

Необезпечените лихвени проценти на паричния пазар нарастват от началото на юни 2008 г. Спредът между необезпечените и обезпечените лихвени проценти на паричния пазар леко се свива през този период. Полученият на базата на необезпечените лихви наклон на кривата на доходност на паричния пазар става малко по-стръмен след юни, като спредът между необезпечените 12-месечни и 1-месечни лихвени проценти на паричния пазар се разширява и на 3 септември се стабилизира на равнище от 81 б.т., което е значително по-високо от наблюдаваното през първата половина на 2008 г.

Необезпечените лихвени проценти на паричния пазар се покачват от началото на юни 2008 г. На 3 септември 1-месечният, 3-месечният, 6-месечният и 12-месечният *EURIBOR* лихвен процент са съответно 4.51%, 4.96%, 5.16% и 5.32%, което представлява нарастване със съответно 5, 10, 24 и 23 б.т. в сравнение с равнищата, наблюдавани на 2 юни 2008 г. (виж графика 15).

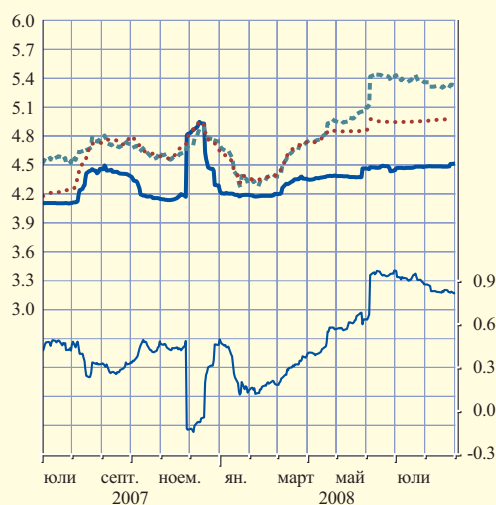
Спредът между 12-месечния и 1-месечния *EURIBOR* е 81 б.т. на 3 септември за разлика от отчетените 63 б.т. в началото на юни (виж графика 15). По-стръмният наклон на кривата на доходност на паричния пазар се наблюдава главно през юни и отразява по-големите очаквания на пазара по отношение бъдещото развитие на основните лихвени проценти на ЕЦБ. Завишените очаквания засягат повече дългосрочните лихвени проценти, отколкото краткосрочните. След като става по-стръмен в началото на юни, наклонът на кривата на доходност на паричния пазар леко се изправя, след като очакванията за по-високи краткосрочни лихвени проценти отслабват. Все пак наклонът на кривата на доходност остава по-стръмен в сравнение с първата половина на 2008 г.

Промените в спреда между необезпечените *EURIBOR* и обезпечените лихвени проценти, като например *EUREPO* или тези, получени на база суаповия индекс ЕОНИА, също влияят върху изправянето на наклона на кривата на доходност на паричния пазар. Спредът, който отново се разширява през второто тримесечие на 2008 г. в условията на продължаващо напрежение на паричния пазар, леко се свива от началото на юни. При 3-месечния матуритет спредът между необезпечените *EURIBOR* и обезпечените лихвени проценти намалява от

Графика 15 Лихвени проценти на паричния пазар

(проценти годишно; спред, пр.п.; дневни данни)

- 1-месечен *EURIBOR* (лява скала)
- ... 3-месечен *EURIBOR* (лява скала)
- - - 12-месечен *EURIBOR* (лява скала)
- спред между 12-месечен и 1-месечен *EURIBOR* (дясна скала)



Източници: ЕЦБ и Ройтерс.

78 б.т. на 2 юни 2008 г. до равнище около 60 б.т. през август (виж графика 16).

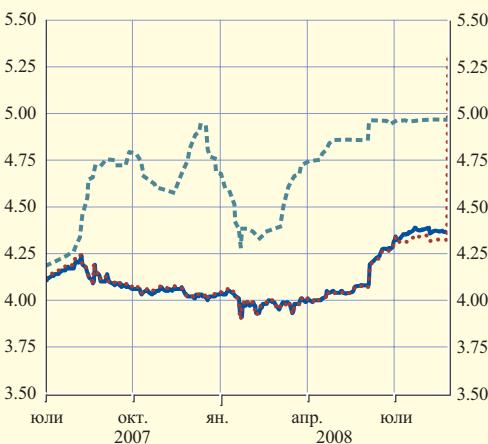
Лихвените проценти, прилагани към 3-месечните *EURIBOR* фючърсни договори с падеж декември 2008 г. и март и юни 2009 г., са съответно 5.07%, 4.78% и 4.58% на 3 септември, което представлява увеличение с 10 б.т. за лихвите по договорите с падеж декември и намаление с 10 и 18 б.т. при наблюдаването на 2 юни 2008 г. (виж графика 17). Очакваната колебливост, измерена чрез опциите по 3-месечни *EURIBOR* фючърси, първоначално се засилва в началото на юни, след което отново намалява в средата на юни (виж графика 18).

По отношение на краткосрочните лихвени проценти в изявленията си ЕЦБ продължава да подчертава колко е важно междубанковите лихвени проценти по овърнайт-сделките да се запазят стабилни на равнища, близки до минималния процент по заявките. Въпреки че колебливостта на ЕОНИА остава малко

Графика 16 Тримесечни *EUREPO*, *EURIBOR* и овърнайт лихвен суап (ОЛС)

(проценти годишно; дневни данни)

- тримесечен *EUREPO*
- ... тримесечен ОЛС
- - - тримесечен *EURIBOR*

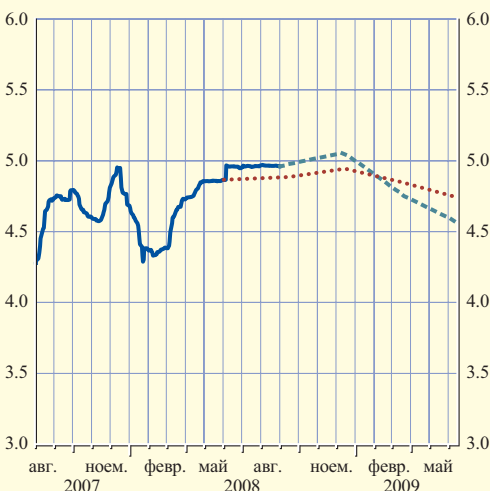


Източници: ЕЦБ и Ройтерс.

Графика 17 Тримесечни лихвени проценти и цени на фючърсите в еврозоната

(проценти годишно; дневни данни)

- тримесечен *EURIBOR*
- ... цени на фючърсите на 2 юни 2008 г.
- - - цени на фючърсите на 3 септември 2008 г.

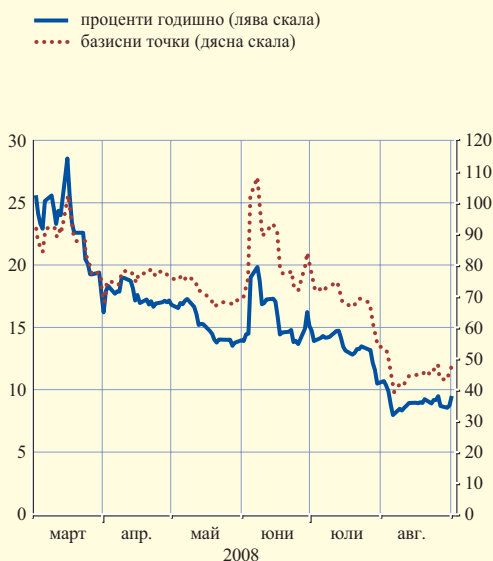


Източник: Ройтерс.

Забележка: Тримесечни фючърсни контракти за доставка в края на настоящото и следващите три тримесечия по котировки на *Liffe*.

Графика 18 Очаквана колебливост, изчислена на база опции за тримесечни EURIBOR фючърси с пакеж декември 2008 г.

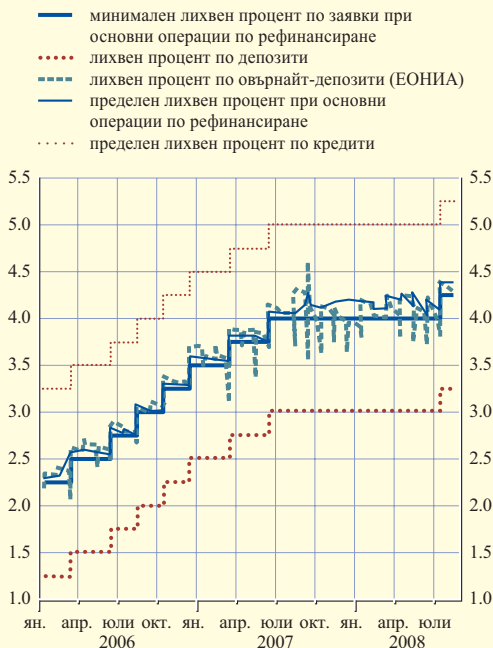
(проценти годишно; б.т.; дневни данни)



Източници: Блумбърг, Ройтерс и изчисления на ЕЦБ.
 Забележка: Мякката базисни точки се получава като резултат от очакваната колебливост, изразена в проценти, и съответстващия лихвен процент (виж също картата *Measures of implied volatility derived from options on short-term interest rate futures*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, май 2002 г.).

Графика 19 Лихвени проценти на ЕЦБ и лихвени проценти по овърнайт-депозити

(проценти годишно; дневни данни)



Източници: ЕЦБ и Ройтерс.

по-голяма от тази, която се наблюдава преди началото на напрежението на паричния пазар през август 2007 г., ЕЦБ в голяма степен успява да постигне целта си. За да се удовлетворят нуждите на контрагентите от задължителни резерви в началото на периода на поддържане на резервите, ЕЦБ продължава да следва политика на разпределяне на ликвидност над размера на бенчмарка при основните операции по рефинансиране, като в същото време цели постигането на балансирано условия за ликвидност в края на периода на поддържане на резервите.

ЕОНИА се покачва с 25 б.т. в началото на юли в отговор на решението на Управителния съвет да повиши лихвените проценти на ЕЦБ, след което в голяма степен се стабилизира на равнище около 4.30% (виж графика 19). Тези тенденции и операциите по провеждане на паричната политика на ЕЦБ са описани подробно в каре 5.

Каре 5

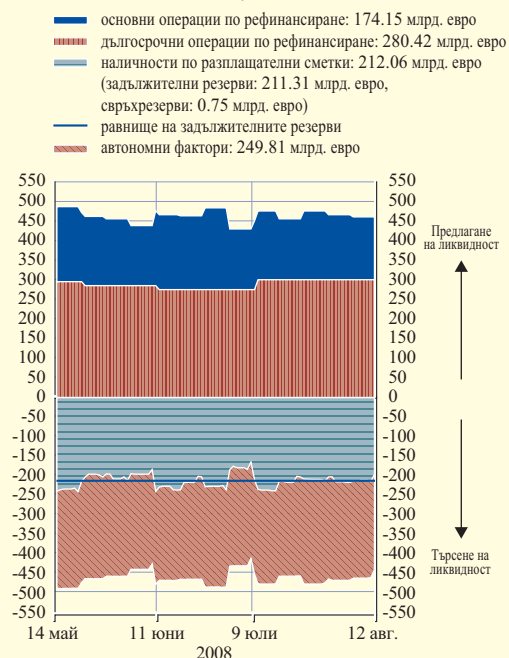
УСЛОВИЯ ЗА ЛИКВИДНОСТ И ОПЕРАЦИИ ПО ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА В ПЕРИОДА ОТ 14 МАЙ 2008 г. ДО 12 АВГУСТ 2008 г.

През последните три анализирани периода на поддържане има признаци за известно успокояване на напрежението, наблюдавано в краткосрочния сегмент на паричния пазар в евро от началото на август 2007 г. Независимо от това управлението на ликвидността от страна на ЕЦБ все още е насочено към това напрежение. Първо, ЕЦБ продължава да извършва „предварително зареждане“ за предоставяне на ликвидност с цел изпълнение на изискванията на контрагентите за задължителни резерви в началото на периода на поддържане. Това се постига чрез разпределяне на сума, по-голяма от количествения бенчмарк при основните операции по рефинансиране (ООР) в началото на периода на поддържане (референтната сума е сумата за разпределяне, която дава възможност на контрагентите да изпълнят изискванията за поддържане на задължителните резерви по време на периода на поддържане), като полученият в резултат от това излишък от ликвидност се изтегля към края на периода на поддържане, така че средният обем на предлаганата ликвидност да остане непроменен през целия период на поддържане. В периодите на поддържане, приключващи на 10 юни и 12 август 2008 г. ЕЦБ намали размера за предварително зареждане на базата на отслабване на напрежението в краткосрочния сегмент на паричния пазар. В съответствие с изявлението, публикувано на 9 юни 2008 г.¹, ЕЦБ увеличи размера за предварително зареждане през периода на поддържане, приключващ на 8 юли 2008 г., за да намали напрежението, свързано с ефекта от края на периода.

Второ, както бе обявено през март 2008 г., двете допълнителни тримесечни дългосрочни операции по рефинансиране (ДОР), проведени за първи път през август и септември 2007 г., бяха използвани за трети път при настъпване на падежа им съответно през май и юни 2008 г., а през юли бе извършена още една ДОР с матуритет шест месеца. През юли Евросистемата обяви също, че ще поднови двете остатъчни допълнителни тримесечни операции, чиито падежи настъпват през август и септември 2008 г.

Графика А Търсене и предлагане на ликвидност в банковата система

(млрд. евро; среднодневните стойности за целия период са дадени след всеки показател)



Източник: ЕЦБ.

¹ Публикувано бе следното изявление: ЕЦБ продължава да наблюдава внимателно условията за ликвидност и отчита известно напрежение при лихвените проценти при матуритети след края на периода. ЕЦБ има готовност, ако е необходимо, да смекчи условията в края на периода.

Накрая, през разглежданите периоди ЕЦБ продължава да предоставя ликвидност в щатски долари на банки в еврозоната съвместно с Федералната резервна система посредством срочни улеснения чрез аукцион. При тези операции, които не засегнаха предлагането на ликвидност в евро², ликвидността в щатски долари се предоставя срещу обезпечение, допустимо при операции на Евросистемата.

Нужди от ликвидност на банковата система

През разглежданите три периода на поддържане средните нужди от ликвидност на банките са нараснали с 2.3 млрд. евро в сравнение с предходните три периода. Това би могло да се обясни с нарастването с 4.8 млрд. евро на задължителните резерви, което частично се компенсира от намаляването с 2.5 млрд. евро на нуждите от ликвидност, дължащо се на действието на автономни фактори. Средно общите нужди от ликвидност, произтичащи от задължителните резерви, са в размер на 211.3 млрд. евро, а тези, които са в резултат от действието на автономни фактори, са средно 249.8 млрд. евро (виж графика А).

През разглежданите три периода равнището на свръхрезервите (т.е. на среднодневните наличности по текущите сметки над размера на задължителните резерви) леко се повишава – с 43 млн. евро, и достига средно до 0.75 млрд. евро (виж графика Б). Това е в съответствие със средното ниво, наблюдавано след промените в рамката за прилагане на паричната политика през март 2004 г.

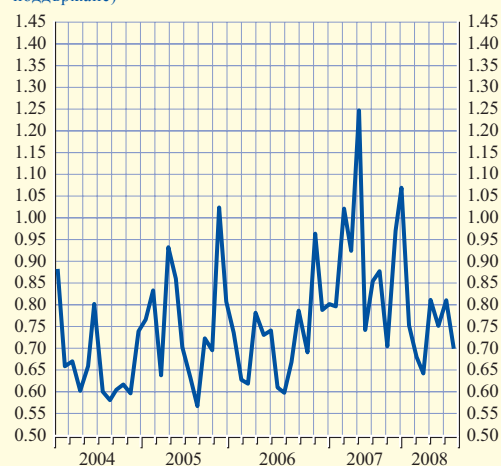
Предлагане на ликвидност и лихвени проценти

Общият размер на неприключените операции на открития пазар (деноминирани в евро) нараства в резултат от увеличените задължителни резерви. С незначителното намаляване на размера на двете базови допълнителни тримесечни ДОР от 60 млрд. евро на 50 млрд. евро и с етилената на втората от двете шестмесечни допълнителни ДОР (всяка на стойност 25 млрд. евро), извършен в края на разглеждания период, дяловете на ДОР и ООР в общия обем неприключени операции на открития пазар се запазват средно непроменени съответно 60% и 40% през целия период. Към края на периода обаче, когато салдото по ДОР е 300 млрд. евро, делът на ДОР леко се увеличи до около 64%.

На 3 юли 2008 г. Управителният съвет на ЕЦБ взе решение да повиши основните лихвени проценти на ЕЦБ с 25 б.т., което означава, че минималният лихвен процент по заявките, лихвите по депозитите и пределното кредитно улеснение се повишават и достигат

Графика Б Свръхрезерви¹⁾

(млрд. евро; средно равнище за всеки период на поддържане)



Източник: ЕЦБ

1) Салдата на банките по текущи сметки, превишаващи изискваните задължителни резерви.

2 Изявленията на ЕЦБ можете да намерите на: <http://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/communication.en.html>.

съответно 4.25%, 3.25% и 5.25%. Тази промяна влиза в сила от 9 юли 2008 г., първия ден от следващия период на поддържане на резервите.

Във връзка с предлаганото от Федералната резервна система срочно улеснение чрез аукцион през разглеждания период ЕЦБ продължава да предоставя на контрагентите на Евросистемата средства в щатски долари, срещу допустими обезпечения в Евросистемата. Съгласно съобщението на ЕЦБ от 2 май 2008 г. тези операции са извършени на двуседмична база, като всяка възлиза на 25 млрд. щ.д., и не засегнаха предлагането на ликвидност в евро. На 30 юли 2008 г. ЕЦБ обяви намерението си съвместно с Федералната резервна система да проведе цикъл от операции във връзка със срочното улеснение чрез аукцион в размер на 10 млрд. щатски долара за период от 84 дена, а сегментът на първата операция да се извърши на 14 август 2008 г. Оповестено бе и намерението на две седмици да се извършват операции, като се редуват операции на стойност 20 млрд. щатски долара с матуритет 28 дни и операции на стойност 10 млрд. щатски долара с матуритет 84 дни.

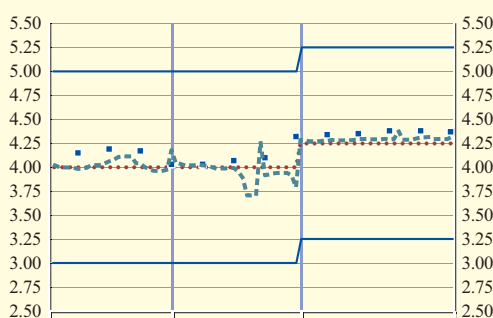
През периода на поддържане, приключващ на 10 юни 2008 г., при основните си операции по рефинансиране ЕЦБ разпредели 25 млрд. евро, 18 млрд. евро, 15 млрд. евро и 3.5 млрд. евро над количествения бенчмарк. През първите две седмици от периода на поддържане ЕОНИА бе стабилен на равнище около минималния процент по заявките въпреки известното колебание, наблюдавано към края на май, когато временно надхвърли равнището на минималния процент по заявките. На 30 май 2008 г., последният ден на месеца, ЕОНИА достигна 4.114% (виж графика В). ЕЦБ изтегли ликвидност в размер на 14 млрд. евро чрез операция за фино регулиране, проведена в последния ден от периода на поддържане, която приключва с нетно използване на пределно кредитно улеснение в размер 161 млн. евро и 4.179% при ЕОНИА.

През периода на поддържане, приключващ на 8 юли 2008 г., ЕЦБ разпредели 20 млрд. евро над количествения бенчмарк при всяка от първите две ООР, 35 млрд. евро над количествения бенчмарк при третата ООР, проведена към края на юни, и 3 млрд. евро над него при последната ООР. Макар през първите две седмици от периода на поддържане ЕОНИА да е на равнище, много близко до това на минималния процент по заявките, към края на юни се наблюдаваше значителна, макар и ограничена колебливост, като през седмицата преди края на юни ЕОНИА се понижи под равнището на минималния процент по заявките, а в последния ден от месеца се установи на 4.265%. После отново се върна на равнище под минималния процент по заявките от последните няколко дни от периода на поддържане. ЕЦБ предприе операция за фино регулиране по изтегляне на ликвидност в размер на 21 млрд. евро през последния ден от периода на поддържане. Заявките на

Графика В ЕОНИА и лихвени проценти на ЕЦБ

(дневни лихвени проценти)

- пределен лихвен процент при основни операции по рефинансиране (ООР)
- минимален лихвен процент по заявки при ООР
- ЕОНИА
- диапазон на колебание на лихвените проценти за пределното кредитно средство и депозитното улеснение



Източник: ЕЦБ.

участниците обаче възлязоха общо едва на 14.6 млрд. евро. В резултат периодът на поддържане приключи с нетно използване на депозитно улеснение в размер на 4.8 млрд. евро и ЕОНИА е 3.792%.

През периода на поддържане, приключващ на 12 август 2008 г., при основните си операции по рефинансиране ЕЦБ разпредели 18 млрд. евро, 14 млрд. евро, 10 млрд. евро, 8 млрд. евро и 3 млрд. евро над количествения бенчмарк. ЕОНИА се установи малко над минималния процент по заявките за целия период на поддържане и в последния ден на юли се повиши до 4.371% в резултат от обичайните календарни фактори. В последния ден от периода на поддържане ЕЦБ проведе операция за фино регулиране и изтегли ликвидност в размер на 21.0 млрд. евро. Периодът на поддържане приключи с ограничено нетно използване на депозитно улеснение в размер на 588 млн. евро и ЕОНИА е 4.318%.

Като цяло през разглеждания период поведението на контрагентите по отношение на заявките не е толкова агресивно, както през предходните месеци. Това вероятно е признак за известно успокояване на напрежението в краткосрочния сегмент на паричния пазар. Спредът между минималния процент по заявките и пределния лихвен процент (най-ниският лихвен процент, по който участници в търговете са получили ликвидност) се стеснява до 3 б.т. – равнище, сходно с наблюдаваното преди възникването на финансовото напрежение през август 2007 г. В подкрепа на това бе и понижаването на среднопретеглените лихвени проценти за разпределение при ООР (т.е. средните лихвени проценти по заявките, претеглени с размера на съответната заявка), което е признак и за намаляване броя на агресивните участници в търгове при ООР.

2.4 ПАЗАРИ НА ОБЛИГАЦИИ

Доходността на дългосрочните държавни ценни книжа на основните пазари се понижава през изминалите три месеца. През май и първата половина на юни тя се характеризира с възходяща тенденция в условията на нагласи за повишен риск от инфлация в световен мащаб. Впоследствие възобновените опасения по отношение на финансовия сектор вероятно карат инвеститорите да предпочитат сигурните държавни облигации пред акциите, което понижава доходността им. Реалната доходност на дългосрочните държавни ценни книжа в еврозоната спада през втората половина на разглеждания период в съзвучие с нагласите на инвеститорите за влошаване на макроикономическите перспективи. Накрая, очакваният дългосрочен форуърден изравняващ темп на инфлация в еврозоната леко се променя от края на май до началото на септември, а средносрочният и дългосрочният спот изравняващ темп на инфлация са по-чувствителни към промените в цените на суровините и действителната инфлация.

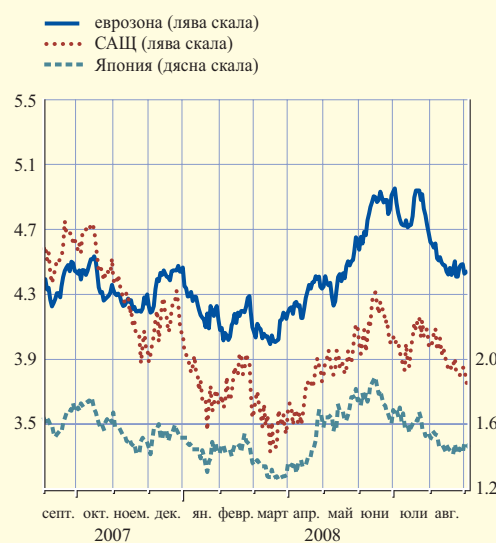
От края на май доходността на дългосрочните държавни ценни книжа в еврозоната и в САЩ се понижава. Като цяло доходността на 10-годишните държавни облигации в еврозоната спада с около 20 б.т. от края на май до 3 септември 2008 г., когато достига 4.4% (виж графика 20). В същото време доходността на 10-годишните държавни облигации в САЩ спада с около 35 б.т. и в края на периода е 3.7%. Въпреки че тенденциите, наблюдавани при дългосрочните лихвени проценти в двете икономики, са като правило твърде сходни, диференциалът между доходността на 10-годишните книжа в еврозоната и в САЩ се разширява с около 15 б.т. от края на май до 3 септември, когато достига приблизително -70 б.т. В Япония доходността на 10-годишните държавни ценни книжа се понижава с около 30 б.т. до 1.5% на 3 септември.

В еврозоната очакваната колебливост на облигационните пазари остава почти без промяна между края на май и началото на септември, което предполага, че като цяло несигурността на участниците на пазара по отношение на краткосрочните перспективи за доходността на дългосрочните ценни книжа леко се променя. В САЩ очакваната колебливост на пазара на облигации в края на периода достига равнища, които са малко по-ниски от преобладаващите в края на май. Очакваната колебливост на облигационния пазар в Япония значително намалява през анализирания период.

В САЩ възходящата тенденция, характерна за доходността на облигациите от първото тримесечие на годината, продължава почти до средата на юни, след което доходността се понижава. Докато през първата половина на разглеждания период преобладават нагласите за риск от инфлация в световен мащаб, което допринася за увеличаване на доход-

Графика 20 Доходност на дългосрочните държавни облигации

(проценти годишно; дневни данни)



Източници: Блумбърг и Ройтерс.
Забележка: Доходността на дългосрочните държавни облигации се отнася за 10-годишните облигации или за облигации с най-близкия сходен матуритет.

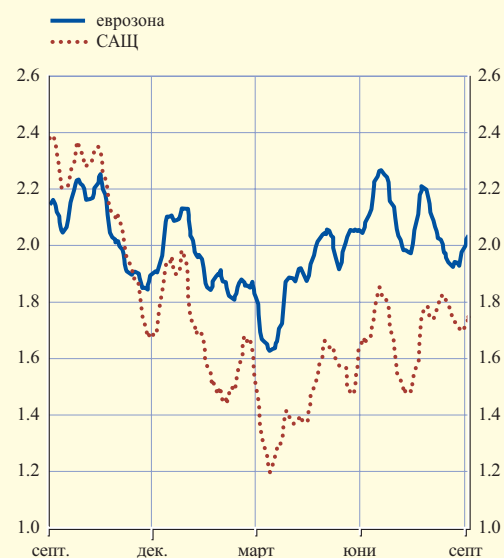
ността, опасенията по отношение на финансовия сектор и по-специално оказваният в САЩ след юли натиск върху спонсорираните от държавата предприятия *Фани Мей* и *Фреди Мак* вероятно карат инвеститорите да предпочитат сигурните държавни облигации пред акциите, което понижава доходността им. До края на юли реалната доходност на държавните облигации в САЩ е сходна с номиналната, което показва, че очакванията на инвеститорите за инфлацията бавно се променят. След края на юли обаче номиналната доходност на десетгодишните книжа се понижава, докато реалната остава почти без промяна, което е сигнал, че опасенията на инвеститорите за инфлацията леко намаляват. По-конкретно понижените цени на суровините вероятно допринасят за тези тенденции (виж графика 21).

В еврозоната увеличаването на доходността е по-трайно, отколкото в САЩ, и продължава до към началото на юли. Това вероятно е отражение на очакванията на пазара за затягане на паричната политика, като те се материализират на 3 юли с повишаването на основните лихвени проценти на ЕЦБ с 25 б.т. След този момент доходността на облигациите спада и слабо се колебае. В еврозоната реалната спот-доходност на облигациите нараства до средата на юли в отговор на очакванията за допълнително затягане на паричната политика в условията на нарастващи инфлационни очаквания. От средата на юли понижаването на номиналната и реалната доходност вероятно предвещава не само намаляване на инфлационните очаквания, но и влошаване на макроикономическите перспективи.

Петгодишният форуърден изравняващ темп на инфлация за пет години напред – измерител за дългосрочните инфлационни очаквания на участниците на пазара и свързаните с тях рискови премии, леко се забавя в края на разглеждания период, оставяйки на твърде високото равнище от 2.4% на 3 септември (виж графика 22). Десетгодишният спот изравняващ темп на инфлация се покачва с около 15 б.т. от края на май до началото на юли, след което леко се забавя до около 2.3% в началото на септември. В кратко- и средносрочен план инфлационните очаквания се характеризират с твърде голяма колебливост. По-конкретно през първата половина на разглеждания период те силно са повлияни от рязкото поскъпване на суровините, по-специално тези на петрола, и от действителната инфлация, която води до значително ускоряване на петгодишния спот изравняващ темп на инфлация. След средата на юли обаче спадът в цените на петрола и възобновилите се напоследък опасения на пазара за перспективите пред растежа в еврозоната вероятно предизвикват значителни ревизии в посока надолу на кратко- и средносрочните инфлационни очаквания. В началото на септември петгодишният спот изравняващ темп на инфлация е 2.2%. При тълкуване на тези резултати обаче следва да се има предвид, че през периоди на сътресения данните за изравняващия темп на инфлация са леко изкривени поради свързаните с бягство към сигурно

Графика 21 Реална доходност на облигациите

(проценти годишно; дневни данни)

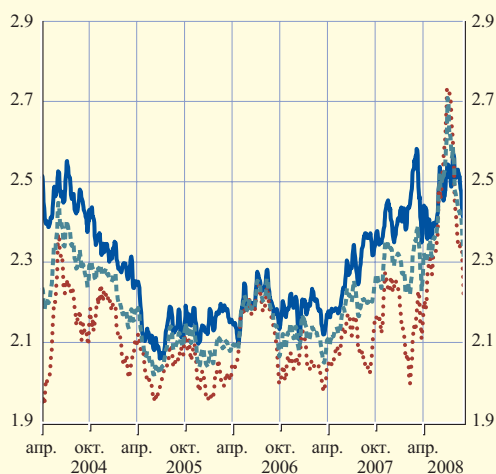


Източници: Ройтерс и изчисления на ЕЦБ.

Графика 22 Спот и форуърд изравняващи темпове на инфлация с нулев купон

(проценти годишно; 5-дневна плъзгаща се средна на дневна база; сезонно изгладени данни)

- 5-годишен форуърден изравняващ темп на инфлация за 5 години напред
- ... 5-годишен спот изравняващ темп на инфлация
- - - 10-годишен спот изравняващ темп на инфлация

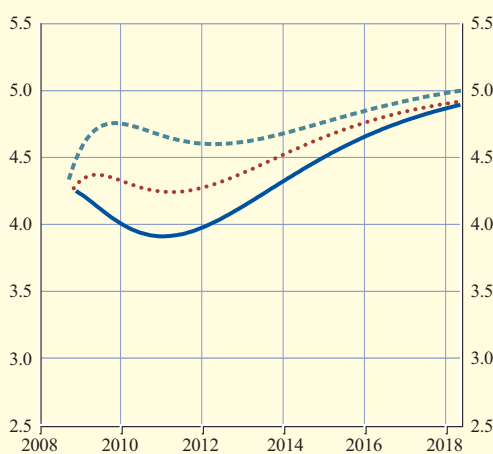


Източници: Ройтерс и изчисления на ЕЦБ.

Графика 23 Очаквани форуърдни лихвени проценти по овърнайт-депозити в еврозоната

(проценти годишно; дневни данни)

- 3 септември 2008 г.
- ... 31 юли 2008 г.
- - - 30 юни 2008 г.



Източници: Изчисления на ЕЦБ, Euro MTS (базови данни), Fitch Ratings (рейтинги).

Забележки: Кривата на очакваната форуърдна доходност, извлечена от сроковата структура на пазарните лихвени проценти, отразява пазарните очаквания за бъдещите нива на краткосрочните лихвени проценти. Методът, използван за изчисляване на тези криви на очакваната форуърдна доходност, е представен в раздел *Крива на доходността в еврозоната* на интернет страницата на ЕЦБ. Данните се използват за оценка на кривите на доходност на държавните облигации в еврозоната с рейтинг AAA.

убежище епизоди. Каре 6 дава представа за инфлационните очаквания за различни времеви периоди на базата на показателите на финансовия пазар.

От края на май до началото на септември кривата на очакваните форуърдни лихвени проценти по овърнайт-делките в еврозоната първоначално се движи нагоре, а впоследствие тръгва в обратна посока (виж графика 23). Това по всяка вероятност отразява промени в очакванията на инвеститорите по отношение динамиката на краткосрочните лихвени проценти в кратко- и средносрочен план. Между края на май и началото на септември обаче низходящата динамика на форуърдната крива на доходност в отсечката на дългосрочните матуритети вероятно е отражение и на съответните по-ниски рискови премии.

Спредът на корпоративните облигации с по-нисък рейтинг, принадлежащи на нефинансовия сектор от еврозоната, се разширява. През разглеждания период спредът на корпоративните облигации на финансовия сектор продължава значително да нараства при всички класове облигации. Задържането на високия спред на облигациите на финансовия сектор предполага нарастване цената на банковото финансиране, което от своя страна може да окаже влияние върху кредитните пазари.

НЕОТДАВНАШНА ДИНАМИКА НА СРОКОВАТА СТРУКТУРА НА ИЗРАВНЯВАШИТЕ ТЕМПОВЕ НА ИНФЛАЦИЯ В ЕВРОЗОНАТА

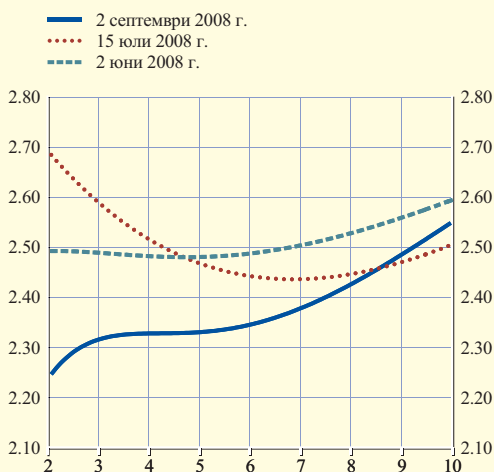
В *Месечния бюлетин* на ЕЦБ редовно се предоставя подробна информация за динамиката на показателите, измерващи инфлационните очаквания на базата на финансови инструменти. В раздела за пазарите на облигации се разглеждат главно дългосрочните очаквания, докато информацията за пазарите на инфлационно индексирани облигации и на суаповите инструменти в еврозоната се отнася до инфлационните очаквания (и свързаните с тях премии) за различни времеви периоди. Във връзка с това настоящото каре прави преглед на неотдавнашната динамика на цялостната срокова структура на изравняващите темпове на инфлация (ИТИ).

Оценката за сроковата структура на ИТИ претърпява значителни изменения от средата на май.¹ По-специално, през този период значителна колебливост отбелязват кратко- и средносрочните очаквания. Рязкото повишаване на цените на петрола (от 90 щ.д. в началото на 2008 г. до около 145 щ.д. в средата на юли) и ускоряването на действителната инфлация (4.1% през юли спрямо 3.7% през май) предизвикват от началото на юни значително нарастване в краткосрочния край на кривата на изравняващия темп на инфлация. Например нарастването с 25 б.т. на едногодишния форуърден ИТИ за две години напред води до пречупване на форуърдната (както и спот) крива на ИТИ (виж графика А). След средата на юли обаче инфлационните очаквания сочат постепенно забавяне на инфлацията (и свързаните с нея премии) най-вероятно поради спада в цените на петрола (с около 20%) спрямо гореспоменатата рекордна стойност и поради усещанията на пазара в последно време за забавяне на икономическата активност в еврозоната, свързани с публикуваните данни за растежа през второто тримесечие и влошаващите се показатели за доверието.

Дългосрочните инфлационни очаквания (и свързаните с тях рискови премии) остават на високо равнище. Десетгодишните спот ИТИ нарастват с около 25 б.т. от средата на май до началото на юли, като след това леко спадат и се задържат на равнище от около 2.4% в края на август (виж графика 22 в основния текст). Дългосрочните форуърдни ИТИ остават почти непроменени през последните три месеца на равнище около 2.5%. Наблюдаваното забавяне обаче при кратко- и средносрочните инфлационни очаквания

Графика А Криви на форуърдните ИТИ на определени дати

(проценти годишно)



Източници: Ройтерс и изчисления на ЕЦБ.
Забележка: По хоризонталната ос е нанесен матуритетът по години.

¹ За подробен анализ на методологията за оценка виж *Ejsing, Garcia u Werner, The term structure of euro area break-even inflation rates: the impact of seasonality*, Работни материали на ЕЦБ, № 830, ноември 2007 г.

след средата на юли не е съпроводено със сходни изменения при по-дългите времеви хоризонти, като форуърдната крива става по-стръмна (виж графика А).

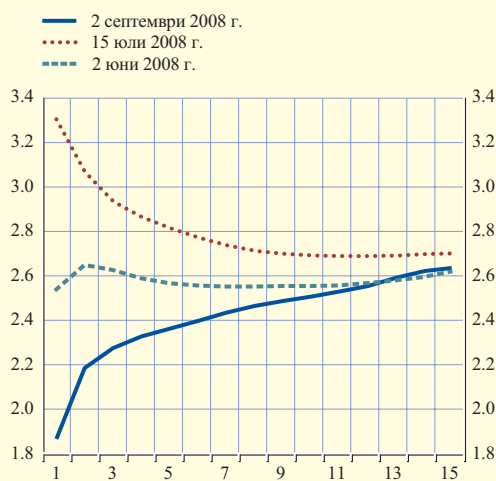
Динамиката на сроковата структура на инфлационно индексирани суапови лихвени проценти потвърждава направената по-горе оценка. В частност колебанията на кратко- и средносрочните инфлационно индексирани суапови лихви като цяло отразяват колебанията на ИТИ в същите времеви периоди. Рязкото нарастване на краткосрочните инфлационно индексирани суапови лихви, които водят и до пречупване на спот-кривата (и форуърдната крива), показват обратна тенденция през последните няколко седмици в подкрепа на оценката, че кратко- и средносрочните опасения от инфлация сред участниците на пазара значително намаляват от средата на юли, докато при по-дългите периоди остават на високо равнище (и по-големи спрямо средата на май, виж графика Б).

В частност дългосрочните инфлационно индексирани суапови лихвени проценти се запазват на твърде високи равнища – десетгодишните лихви достигат около 2.5% след рекордните стойности от близо 2.8% през последните няколко месеца. Освен това след май 2008 г. се наблюдава възходяща тенденция при дългосрочните форуърдни инфлационно индексирани суапови лихви, като за разлика от дългосрочните форуърдни ИТИ те леко спадат през последните няколко седмици. Понастоящем петгодишният форуърден инфлационно индексирани суапов лихвен процент за пет години напред се запазва около 2.7%, почти с 25 б.т. над съответстващия му показател на облигационния пазар.

Графика В показва спреда между петгодишните и десетгодишните инфлационно индексирани суапови лихвени проценти, от една страна, и ИТИ, както и дългосрочните форуърдни лихвени проценти за пет години напред, като илюстрира и факта, че несъответствията между дългосрочните форуърдни инфлационно индексирани суапови лихви и ИТИ не са необичайни и може да се дължат

Графика Б Крива на инфлационно индексирани суапови лихвени проценти в еврозоната

(проценти годишно)



Източник: Ройтерс.

Забележка: По хоризонталната ос е нанесен матурирестът по години.

Графика В Спрег между инфлационно индексирани суапови лихви и изравняващите темпове на инфлация

(б.т.)



Източници: Ройтерс и изчисления на ЕЦБ.

на редица технически пазарни фактори.² Следва да се има предвид и това, че напрежението на фондовите пазари се повишава след май 2008 г. (виж раздел 2.6). В този контекст не е изключено свързаното с бягство към сигурно убежище реструктуриране на портфейлите да оказва значително влияние върху пазара на облигации и така затруднява тълкуването на ИТИ.

Спредовете между дългосрочните форуърдни инфлационно индексирани суапови лихви и ИТИ, които проявяват тенденция към увеличаване през последните месеци, са големи в ретроспективен план. Едногодишните форуърдни инфлационно индексирани суапови лихвени проценти за девет години напред, в размер на около 2.7%, са също с 20 б.т. по-високи от съответните ИТИ. Относително неликвидните условия на пазара на инфлационно индексирани инструменти наред със стабилизирането на ИТИ през последните седмици вероятно оказват по-силен натиск в посока надолу върху спот изравняващите темпове на инфлация, отколкото върху суаповете, особено в дълъг времеви хоризонт.

Сроковата структура на изравняващите темпове на инфлация и на инфлационно индексирани суапови лихвени проценти предоставя възможност за наблюдаване на инфлационните очаквания за различни времеви периоди. Тази информация е важна за паричната политика. Например неотдавнашната динамика на разгледаните в това каре инструменти показва, че кратко- и средносрочните инфлационни очаквания значително се понижават през последните няколко седмици, докато дългосрочните остават на по-високи равнища. Тези равнища наред с наблюдаваните понастоящем несъответствия между дългосрочните изравняващи темпове на инфлация и инфлационно индексирани суапови лихвени проценти в дългосрочния край на кривите дават основание за внимателно наблюдение и потвърждават необходимостта от проследяване на редица показатели, измерващи инфлационните очаквания.

2 Дългосрочните форуърдни ИТИ и инфлационно индексирани суапови лихвени проценти чувствително се различават от мартенските тази година, въпреки че обстоятелствата са различни. Подробен анализ можете да намерите в каре 1 на *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, април 2008 г.

2.5 КАПИТАЛОВИ ПАЗАРИ

От края на май до средата на юли световните борсови цени значително спадат най-вече поради възобновените опасения на пазара не само по отношение на финансовия сектор и по-специално натиска в САЩ, оказван върху спонсирани от държавата предприятия, но и поради перспективите пред световната икономика и бързото нарастване на цените на суровините. Капиталовите пазари леко се възстановяват след втората половина на юли, докато цените на суровините чувствително спадат спрямо предишните рекордни стойности. Съответно очакваната колебливост на фондовия пазар се засилва през първата половина на разглеждания период, след което леко намалява.

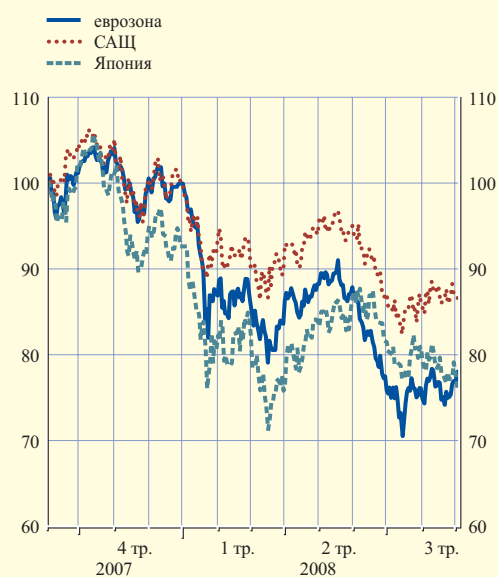
Борсовите цени в еврозоната, САЩ и Япония, измерени съответно чрез индексите *Dow Jones EURO STOXX*, *Standard & Poor's 500* и *Nikkei 225*, рязко се понижават от края на май до средата на юли, след което донякъде възвръщат стойността си, по-специално в САЩ (виж графика 24). Като цяло борсовите цени в САЩ, еврозоната и Япония спадат съответно с 9%, 12% и 13% от края на май до 3 септември 2008 г.

Краткосрочната колебливост на фондовия пазар в еврозоната, САЩ и Япония, измерена чрез извличаната от цените на опциите очаквана колебливост, отбелязва възходяща тенденция от втората половина на май почти до средата на юли, преди да започне бавно да отслабва (виж графика 25). Нарастването на очакваната колебливост наред с разширяването на спреда при високодоходните корпоративни облигации и тези с рейтинг *BBB*- вероятно е сигнал за намаляване склонността на инвеститорите да поемат риск. Предвид тези обстоятелства може да се каже, че през последните месеци рисковите премии на акциите в САЩ и в еврозоната се покачват, допринасяйки за наблюдаваното понижение на борсовите цени.

В САЩ от края на май до средата на юли цените на акциите спадат значително в резултат от засилващите се опасения относно перспективите за икономическото развитие, по-специално за инфлацията в условията на сериозно поскъпване на суровините и най-вече на петрола. В допълнение през юли подновените опасения, свързани с финансовия сектор и по-конкретно с натиска върху субсидираните от правителството на САЩ предприятия *Фани Мей* и *Фреди Мак*, както и върху облигационните застрахователи, доведоха до допълнително понижаване цените на акциите. От средата на юли неблагоприятната тенденция отчасти се промени в резултат от последвалия спад на цените на суровините. Освен това взетото в началото на август решение на Федералния комитет на САЩ по операциите на открития пазар да запази лихвения процент по федералните фондове непроменен, както и устойчивите очаквания за бъдещо повишаване на лихвените проценти допринесоха за възстановяването на капиталовия пазар.

Графика 24 Индекси на борсовите цени

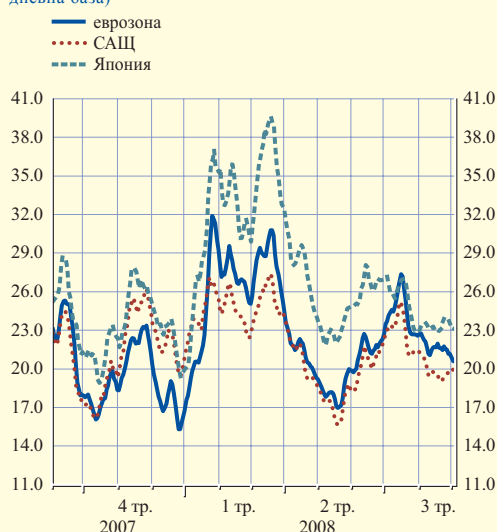
(индекс: 1 септември 2007 г. = 100; дневни данни)



Източници: Ройтерс и Thomson Financial Datastream.
Забележка: Използваните индекси са универсален Dow Jones EURO STOXX за еврозоната, Standard & Poor's 500 за САЩ и Nikkei 225 за Япония.

Графика 25 Очаквана колебливост на фондовия пазар

(проценти годишно; 5-дневна плъзгаща се средна на дневна база)



Източник: Блумбърг.
Забележки: Динамичните редове на очакваната колебливост отразяват очакваното стандартно отклонение на процентните изменения на борсовите цени през период до 3 месеца, отразено в цените на опциите, включени в индексите на борсовите цени. Индексите на акциите, за които се отнася очакваната колебливост, са Dow Jones EURO STOXX 50 за еврозоната, Standard & Poor's 500 за САЩ и Nikkei 225 за Япония.

В съответствие с понижаването на цените на акциите през първата половина от разглеждания период броят на компаниите и на професионалните борсови анализатори, които преразгледаха в посока надолу прогнозите си за очаквания доход от акция през следващите 12 месеца, бе по-голям, отколкото броят на онези, които ги ревизираха в посока нагоре. Опасенията, свързани с пазара на жилища и с кредитния пазар, и неблагоприятното им отражение върху реалната икономика са сред факторите, допринесли за оформянето на тази твърде негативна перспектива за печалбата на борсово регистрираните дружества в САЩ. Рязкото увеличаване на прираста на очаквания краткосрочен доход от акция в САЩ през последните три месеца и неговата обща тенденция към нарастване от лятото на 2007 г. насам (виж графика 26) може да се обясни с базов ефект, защото равнището на действителния доход от акция, по-конкретно при финансовите предприятия, спадна повече от предвижданото равнище, очаквано от анализаторите за 12 месеца напред. Същевременно очакваният прираст на дохода от акция в предприятията за пет години напред остава в общи линии непроменен (виж графика 26).

Графика 26 Очакван прираст на дохода на предприятията от акции в САЩ и в еврозоната

(проценти годишно; месечни данни)



Източници: Thomson Financial Datastream и изчисления на ЕЦБ.

Забележки: Очакваният прираст на дохода според индекса Dow Jones EURO STOXX за еврозоната и индекса Standard and Poor's 500 за САЩ.

1) Краткосрочни се отнася за очакванията на анализаторите за дохода за дванадесет месеца напред (годишен темп на прираст).

2) Дългосрочни се отнася за очакванията на анализаторите за дохода за три до пет години напред (годишен темп на прираст).

През разглеждания период цените на акциите в еврозоната следваха модел, сходен с този, наблюдаван при акциите в САЩ. Обаче след като в средата на юли достигнаха най-ниски

Таблица 3 Изменения на цените, изразени чрез индекси Dow Jones EURO STOXX по икономически отрасли

(процентно изменение на цените по цени в края на периода)

	Основни материали	Потребителски услуги	Потребителски стоки	Нефт и природен газ	Финанси	Здравеопазване	Промисленост	Технологии	Телекомуникации	Комунални услуги	EURO STOXX
Дял на сектора в пазарната капитализация (данни към края на периода)	8.4	5.9	11.6	7.1	29.0	3.3	11.8	5.0	7.2	10.7	100.0
Изменения на цените (данни към края на периода)											
2007, 2 тр.	12.6	0.9	8.8	13.4	1.6	-1.5	12.1	13.7	2.4	9.4	6.3
2007, 3 тр.	0.1	-5.0	-0.8	-4.1	-7.5	-2.7	-10.4	7.7	9.1	2.1	-3.4
2007, 4 тр.	-1.2	-3.3	-1.6	-1.8	-4.9	2.1	0.1	-7.8	7.1	8.5	-1.2
2008, 1 тр.	-9.1	-16.2	-13.7	-15.2	-16.6	-17.9	-18.1	-22.2	-20.8	-16.5	-16.4
2008, 2 тр.	7.9	-13.9	-14.7	12.7	-14.8	-0.2	-7.0	-10.7	-5.8	0.6	-7.3
юли	-6.6	-0.3	-0.1	-10.3	0.1	-5.4	-2.8	9.2	1.4	-3.0	-1.8
август	-1.6	5.6	3.2	1.1	0.5	5.6	1.5	1.3	1.2	-1.0	1.1
30 май – 3 септември	-15.1	-8.2	-10.2	-18.9	-13.7	-5.4	-14.5	-6.7	-2.6	-14.2	-12.4

Източници: Thomson Financial Datastream и изчисления на ЕЦБ.

стойности, възстановяването на цените на акциите в еврозоната бе по-умерено, отколкото на пазара на акции в САЩ. Същевременно очакванията на анализаторите за прираст на дохода от акция през следващите 12 месеца леко се повишават от 7.5% през май до 8.0% през август, докато през последните три месеца очакванията им за прираст на печалбите в по-дългосрочна перспектива (от три до пет години напред) се понижават, макар и слабо (виж графика 26).

Между края на май и началото на септември цените на акциите във всички сектори на еврозоната отбелязват понижение (виж таблица 3). Цените на акциите в отрасъла *нефт и природен газ* са сред най-засегнатите вероятно вследствие понижаването на цените на петрола през разглеждания период. Те се представят по-слабо от универсалния индекс *Dow Jones EURO STOXX 50* с близо 7 пр.п. Резултатите за финансовия сектор са малко по-слаби, отколкото показва универсалният индекс. На пазара на акции в отрасъла *нефт и природен газ* цените на акциите са значително – с около 8 пр.п. – по-ниски от индекса *Standard & Poors 500* в САЩ. Здравеопазването е единственият отрасъл в САЩ, който отбелязва положителен резултат през разглеждания период.

2.6 ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ И ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ НА НФП

Общата реална цена на външното финансиране на сектор НФП в еврозоната продължава да нараства през второто тримесечие на 2008 г. Това повишение в голяма степен се дължи на по-високите разходи за пазарно базираното дългово финансиране и за финансиране чрез акции при подновяване на напрежението на финансовите пазари. В същото време прирастът на външното финансиране е по-умерен в резултат от забавянето на растежа на кредитите на ПФИ за НФП, който въпреки това остава на високо равнище. Коефициентите на задлъжнялост на НФП запазват наблюдаваната през предходните тримесечия възходяща тенденция.

УСЛОВИЯ ЗА ФИНАНСИРАНЕ

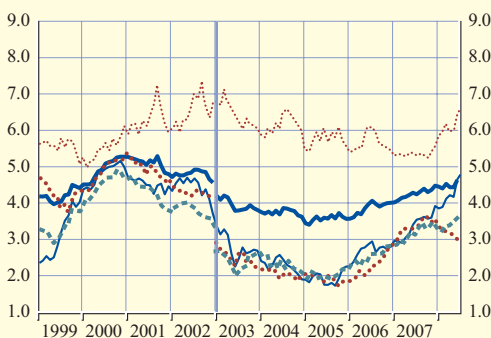
Реалната цена на външното финансиране за НФП, изчислена чрез претегляне на цената при различни източници на финансиране на база непогасените им салда (коригирани за резултата от преоценки)², се повишава с 10 пр.п. през второто тримесечие на 2008 г. (виж графика 27). Нарастващата несигурност по отношение на икономическия растеж и прогнозите за инфлацията в еврозоната, наред с опасенията на инвеститорите, свързани с допълнителни загуби в банковия сектор, доведоха до повишаване доходността на корпоративните облигации и до увеличаване на премията по акциите, търсена от инвеститорите при инвестиране в акции на еврозоната. В резултат през второто тримесечие рязко се повишават разходите за пазарно базирано дългово финансиране и за финансиране чрез акции съответно с 50 б.т. и 30 б.т. При разходите за банково финансиране на фирмите от еврозоната се наблюдават разнопосочни тенденции, за което свидетелства понижаването на лихвените проценти на ПФИ за краткосрочните матуритети с 25 б.т и повишаването с 25 б.т. на лихвените проценти при дългосрочните матуритети.

² За по-подробна информация относно начина на измерване на действителната цена на външното финансиране за НФП от еврозоната виж каре 4, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, март 2005 г.

Графика 27 Реална цена на външното финансиране на НФП от еврозоната

(проценти годишно)

— обща цена на финансиране
 реални лихвени проценти по краткосрочни кредити на ПФИ
 реални лихвени проценти по дългосрочни кредити на ПФИ
 — реална цена на пазарния дълг
 реална цена на котираните акции



Източници: ЕЦБ, Thomson Financial Datastream, Merrill Lynch и Consensus Economics.

Забележки: Реалната цена на външното финансиране на НФП се изчислява като претеглена средна от цената на банковото кредитиране, цената на дълговите ценни книжа и цената на акциите, базирана на съответните им салда и дефлирана с инфлационните очаквания (виж каре 4 от *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, март 2005 г.). Въвеждането на хармонизирани лихвени проценти по кредитите на ПФИ в началото на 2003 г. доведе до прекъсване на динамичните статистически редове.

от размера на кредита. Възможно е към края на разглеждания период повишението да се дължи и на очакванията за повишаване на основните лихвени проценти при провеждането на паричната политика, които се материализираха през юли. Дългосрочните лихвени проценти на ПФИ, т.е. по заеми с период на първоначално фиксиране на лихвения процент над пет години, отбелязват сходно повишение.

Тенденциите при разходите на банките за финансиране са повлияни главно от промените в тримесечния *EURIBOR*, макар лихвите по банковите кредити обикновено да отразяват изменението на доходността по 2- и 5-годишните държавни облигации. Нарастването на лихвените проценти по банковите кредити през второто тримесечие на 2008 г. съответства на това при тримесечния *EURIBOR*. Обратно, през същия период доходността по 2- и 5-годишните държавни облигации се увеличава със 100 б.т. на фона на засилените опасения на пазара във връзка с прогнозите за инфлацията. В резултат от движението както на пазарните, така и на банковите лихвени проценти изглежда преходът при лихвите по банковите кредити с по-кратък матуритет е по-бърз, докато при лихвените проценти по банковите кредити с по-дълъг матуритет се осъществява по-бавно и се коригира по-бавно. Въпреки настъпилото през второто тримесечие на 2008 г. свиване се наблюдава тенденция към разширяване на спредовете между дългосрочните банкови лихвени проценти и доходността по държавните облигации през целия период на кризата, започнала през юни 2007 г., което води до повишаване на разходите за финансиране на банките.

Допълнителна информация относно поведението на банките във връзка с кредитирането за нефинансовия сектор можете да намерите в проучването на банковото кредитиране в

В по-дългосрочна перспектива общите разходи за реално финансиране на НФП от еврозоната се увеличават с около 35 б.т. след началото на трусовите на финансовите пазари преди една година, което в голяма степен се дължи на по-големите разходи за пазарно финансиране.

Прехвърлянето на лихвените проценти по банковите кредити е съществен елемент от процеса на функциониране на трансмисионния механизъм на паричната политика. Ефектът на прехвърлянето измерва степента, в която промените в лихвените проценти на паричния пазар влияят върху дългосрочните пазарни лихвени проценти и върху лихвените проценти при банковите услуги на дребно. Що се отнася до тенденциите при последните, всички номинални лихвени проценти на ПФИ се повишават през второто тримесечие на 2008 г. (виж таблица 4). По-конкретно, краткосрочните лихвени проценти на ПФИ по кредити за НФП с период на първоначално фиксиране на лихвата до една година се увеличават с 18 б.т. до 25 б.т. в зависимост

Таблица 4 Лихвени проценти на ПФИ по нови кредити за НФП

(проценти годишно; б.т.; коригирани тегла¹⁾)

							Изменения в б.т. до юни 2008 г. ²⁾		
	2007 2 тр.	2007 3 тр.	2007 4 тр.	2008 1 тр.	2008 май	2008 юни	2007 дек.	2008 март	2008 май
Лихвени проценти на ПФИ по кредити									
Банкови овърдрафти към НФП	6.18	6.50	6.63	6.55	6.57	6.68	6	13	11
Кредити за нефинансови предприятия до 1 млн. евро									
С плаващ лихвен процент и с първоначален период на фиксиране на лихвения процент до 1 година	5.53	5.92	6.08	5.91	6.09	6.16	8	25	6
С първоначален период на фиксиране на лихвения процент над 5 години	5.00	5.24	5.28	5.22	5.24	5.40	12	18	16
Кредити за нефинансови предприятия над 1 млн. евро									
С плаващ лихвен процент и с първоначален период на фиксиране на лихвения процент до 1 година	4.90	5.21	5.33	5.18	5.27	5.35	2	18	8
С първоначален период на фиксиране на лихвения процент над 5 години	5.17	5.43	5.47	5.34	5.43	5.58	11	24	15
Допълнителни показатели									
Тримесечни лихвени проценти на паричния пазар	4.15	4.74	4.85	4.60	4.86	4.94	9	34	8
Доходност на 2-годишни държавни облигации	4.45	4.10	4.05	3.54	4.14	4.72	67	118	59
Доходност на 5-годишни държавни облигации	4.57	4.19	4.14	3.65	4.20	4.75	61	110	55

Източник: ЕЦБ.

1) За периода след декември 2003 г. коригираните тегла на лихвените проценти на ПФИ се изчисляват, като се използват теглата на държавите, конструирани от 12-месечна плъзгаща се средна на обемите нов бизнес. За предишен период, от януари до ноември 2003 г., коригираните тегла на лихвените проценти се изчисляват при използване теглата на страните, получени от средните обеми нов бизнес през 2003 г. За допълнителна информация виж капе *Analysing MFI interest rates at the euro area level*, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, август 2004 г.

2) В резултат от закръгляване числата може да не се равняват.

еврозоната. В проучването от юли 2008 г. банките продължават да отчитат значително нетно затягане на критериите за предоставяне на кредити за предприятия, с изключение на един вид, който е малко по-облекчен в сравнение с проучването за първото тримесечие на 2008 г. Най-важните фактори, определящи нетното затягане, остават нагласите на банките към риск, свързан с очакванията за общата икономическа активност и прогнозите за промишлеността като цяло или за отделните предприятия. Влиянието на всички фактори, включени в разходите за финансиране, и на балансовите ограничения, пред които банките са изправени (т.е. възможността да ползват пазарно финансиране, разходите, свързани с капиталовите и ликвидните им позиции), е по-слабо, отколкото през първото тримесечие, което е в противоречие с нарастващото влияние на опасенията им, дължащи се на икономическите прогнози. Като цяло затягането за големите фирми е по-строго, отколкото за малките и средните предприятия.

Реалната цена на пазарното дългово финансиране нараства значително (с 50 б.т.) през второто тримесечие на 2008 г. в резултат основно от рязкото повишаване на доходността по дългосрочните държавни облигации. Същевременно кредитният спред, измерен като разлика между доходността по корпоративните облигации и тази по държавните облигации, се свива донякъде в сегментите на облигации с рейтинг *BBB* и на тези с висока доходност (виж графика 28). Наскоро, през юли и август, като цяло спредовете в тези сегменти нарастват.

През второто тримесечие на 2008 г. се наблюдава известно колебание в цените на акциите. През май и юни нарастващата несигурност, свързана с икономическия растеж и очакванията за инфлацията, стимулира по-голямото търсене от страна на инвеститорите на премия по

акциите на еврозоната. Нагласите на фондовите пазари допълнително се влошават през юли, когато субсидираните от правителството на САЩ предприятия *Фани Мей* и *Фреди Мак* са подложени на натиск в резултат от повишеното безпокойство за адекватността на собствения им капитал, което отново доведе до повишаване цените на акциите. По-късно през август реалната цена на акциите се стабилизира.

ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ

Повечето показатели за рентабилността на фирмите в еврозоната сочат, че са се справили изненадващо добре със сътресенията на финансовия пазар. Както се вижда на графика 29, съотношението *нетен доход/нетни продажби* нараства от 6.2% през първото до 7.9% през второто тримесечие на 2008 г. Фирмите от секторите *комунални услуги*, *промишленост* и *транспорт и комуникации* допринасят за общия коефициент на рентабилност. Като цяло през същия период съотношението *нетен доход/нетни продажби* на фирмите в секторите *строителство*, *търговия на едро* и *търговия на дребно* отбелязва понижение.

Ако погледнем в перспектива, въпреки очакваното постепенно забавяне на икономическата активност във и извън еврозоната наличните данни за очакваните приходи на котираните дружества сочат, че приходите на нефинансовите предприятия от акция ще се увеличават с годишен темп от около 10% през следващите дванадесет месеца.

Забавянето на икономическия растеж изглежда е смекчило ефекта на външното финансиране върху прираста. Реалният годишен темп на прираст на външното финансиране за НФП (включително заеми на ПФИ, дългови ценни книжа и котираните акции) се понижава до около 4.2% през второто тримесечие спрямо 5.2% през предходното (виж графика 30). Както обикновено кредитите, предоставени от ПФИ, имат основен принос за външното финансиране и отбелязват годишен темп на прираст от 3.8% през второто тримесечие на 2008 г., с 0.6 пр.п. по-нисък, отколкото през предходното тримесечие. Делът на финансиране чрез дългови ценни книжа отбелязва известно понижение до около 0.2 пр.п. Приносът на емитирането на котираните акции също отслабва от 0.4 пр.п. до 0.1 пр.п. през същия период.

По-широки агрегати, включени във финансовите сметки на еврозоната, потвърждават подобния темп на нарастване на външното финансиране. Наличните данни до първото тримесечие на 2008 г. сочат, че годишният темп на нарастване на финансирането за НФП отбелязва спад и от 4.9% през последното тримесечие на 2007 г. достига 4.4% (виж таблица 5).

Графика 28 Спредът на корпоративните облигации на НФП

(б.т.; средни месечни стойности)

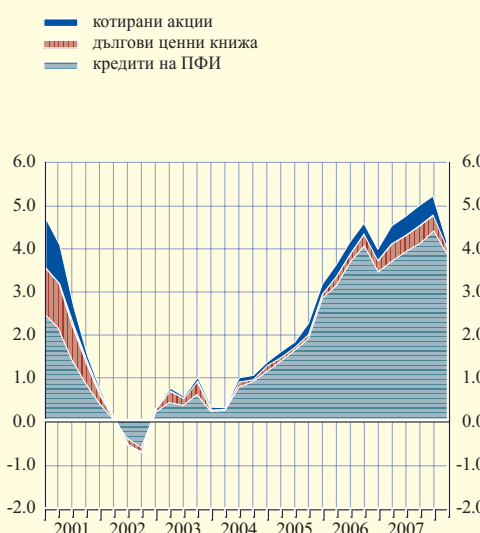


Източници: Thomson Financial Datastream и изчисления на ЕЦБ.

Забележка: Спредът на облигациите се изчислява спрямо доходността на държавни облигации с присъден рейтинг AAA.

Графика 29 Коефициент на печалбата на
листваните НФП(съотношение нетен приход/нетни продажби; тримесечни
данни)Източници: Thomson Financial Datastream и изчисления на
ЕЦБ.Графика 30 Разбивка на годишния реален темп
на прираст на финансирането за НФП

(годишно процентно изменение)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Реалният годишен темп на прираст се определя
като разлика между действителния годишен темп на при-
раст и дефлатора на БВП.

Този по-изчерпателен измерител включва като източници за финансиране и некотираните акции, резервите на пенсионните фондове и други задължения, нето. Кредитирането от ПФИ на други финансови посредници също намалява през последните няколко месеца, което потвърждава общото забавяне на кредитния растеж.

Графика 31 показва различните компоненти, включени в спестяванията, финансирането и инвестициите на фирмите във финансовата сметка на еврозоната. Този обхванен показател сочи, че като цяло фирмите извършват повече капиталовложения във веществени и финансови инвестиции, отколкото е размерът на генерираните от тях средства. Нетната стойност на последните обикновено е свързана с „финансов недостиг“, чийто размер от средата на 2004 г. нараства. В началото на 2008 г. финансовият недостиг достигна 4.6% от съвкупната добавена стойност на нефинансовия сектор. Както се вижда на графиката, по-голямата част от вътрешните и външните средства се използват за финансиране на реални (веществени) инвестиции, а по-малката част са за финансови инвестиции. През първото тримесечие на 2008 г. финансовите инвестиции допълнително намаляват в резултат от резкия спад на наличностите във валута и депозити и от отрицателния принос на инвестициите в дългосрочни дългови ценни книжа и акции на взаимни фондове, докато инвестициите в акции и други капиталови инструменти са достатъчни въпреки признаците за забавяне при дейностите по сливане и придобиване. Според данните за обявените сделки, считани за надежден водещ показател, всички дейности по сливане и придобиване³ ще продължат да се забавят през втората половина на 2008 г.

3 Виж карето *Recent developments in M&A activity by euro area non-financial corporations* в Месечен бюлетин на ЕЦБ, август 2008 г.

Таблица 5 Финансиране на НФП

(процентно изменение; данни към края на тримесечието)

	Годишен темп на прираст				
	2007 2 тр.	2007 3 тр.	2007 4 тр.	2008 1 тр.	2008 2 тр.
Кредити на ПФИ	13.2	14.0	14.5	14.9	13.7
До една година	11.0	12.6	12.7	13.9	12.0
Над една и до пет години	19.9	20.3	22.0	22.3	19.9
Над пет години	12.2	12.5	12.8	12.9	12.4
Емитирани дългови ценни книжа	8.3	8.0	8.8	7.8	4.0
Краткосрочни	19.4	22.2	30.4	26.6	12.2
Дългосрочни, в т.ч. ¹⁾	6.2	5.6	5.1	4.2	2.3
С фиксиран лихвен процент	3.9	3.3	4.3	2.8	2.9
С променлив лихвен процент	19.6	19.1	10.9	12.3	2.3
Емитирани акции, търгувани на фондовата борса	1.2	1.2	1.3	1.2	0.3
Допълнителни показатели²⁾					
Общо финансиране	5.1	5.1	4.9	4.4	-
Кредити за НФП	10.4	11.4	11.4	11.0	-
Застрахователни технически резерви ³⁾	3.7	3.0	2.4	2.1	-

Източници: ЕЦБ, Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Забележка: Данните в таблицата (с изключение на допълнителните показатели) са отчетени в паричната и банковата статистика и в статистиката на емитираните ценни книжа. Незначителните разлики спрямо данните, посочени в статистиката на финансовите сметки, може да се дължат на различните методи за оценка.

1) Сборът от фиксирания и променливия лихвен процент може да не се равнява на дългосрочните дългови ценни книжа общо, тъй като дългосрочните дългови ценни книжа с нулев купон, които включват и резултата от преоценки, не са показани отделно в тази таблица.

2) Данните са отчетени в тримесечните европейски отраслови сметки. Общото финансиране на НФП включва кредити, емитирани дългови ценни книжа, акции, търгувани на фондовата борса, застрахователни и технически резерви, други задължения и финансови деривати.

3) Включва резерви на пенсионни фондове.

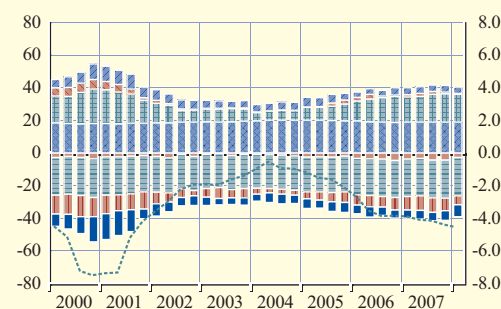
За допълнителни данни относно финансовите позиции на фирмите в еврозоната, базирани на годишни данни за представителна извадка от конкретни компании, виж каре 7.

Кредитите на ПФИ продължават да нарастват с бързи темпове през второто тримесечие на 2008 г. Годишният им темп на прираст в този период като цяло е 13.7% (виж таблица 5), малко по-нисък от отбелязаните през първото тримесечие на 2008 г. 14.9%. Все още високите темпове на растеж са признак, че започналото преди година сътресение на финансовия пазар не е повлияло съществено на търсенето на кредити от страна на фирмите от еврозоната. Годишният темп на прираст на кредити за НФП се забавя допълнително и от 13.6% през юни достига 13.2% през юли. Ако разгледаме темповете на нарастване при краткосрочните матуритети, през последните месеци се наблюдава още по-забавена динамика при кредитите за НФП. Например тримесечният темп на прираст на годишна база достига 9.7% през юли, като отбелязва спад в сравнение с 15.5% през януари 2008 г.

Графика 31 Спестявания, финансиране и инвестиции на НФП

(плъзгаща се сума за 4 тримесечия; дял от БВП, %)

- нетно придобиване на капиталови инструменти
- нетно придобиване на финансови активи, без акции
- брутно капиталобразуване
- емитиране на некотирирани акции
- емитиране на котирирани акции
- дългово финансиране
- брутни спестявания (неразпределена печалба) и нетни капиталови трансфери
- други
- финансов недостиг (дясна скала)



Източник: Сметки на еврозоната.

Забележка: Дългът включва заеми, дългови ценни книжа и резерви на пенсионни фондове. Показателят „Други“ включва финансови деривати, други задължения и корекции. Финансов недостиг е съотношението между предоставените кредити, нето, и ползваните кредити, нето, което в общия случай представлява разлика между брутните спестявания и брутно капиталобразуване.

Очаква се през останалата част от годината устойчивият кредитен растеж да забави темповете си. Това съответства на закъснялото въздействие на по-високите лихвени проценти, затягането на условията за финансиране и очакваното забавяне на икономическия растеж. Предвижданите по-бавни темпове при дейностите по сливане и придобиване би следвало да окажат натиск за намаляване нуждите на фирмите от кредитиране. В заключение не би могло да се твърди, че част от предишната устойчивост на банковото кредитиране е свързана с използването от страна на фирмите на кредитни улеснения, договорени при по-благоприятни пазарни условия. Ако тези улеснения се предоговорят при по-неблагоприятни условия, това би могло да доведе до забавяне на кредитния растеж.

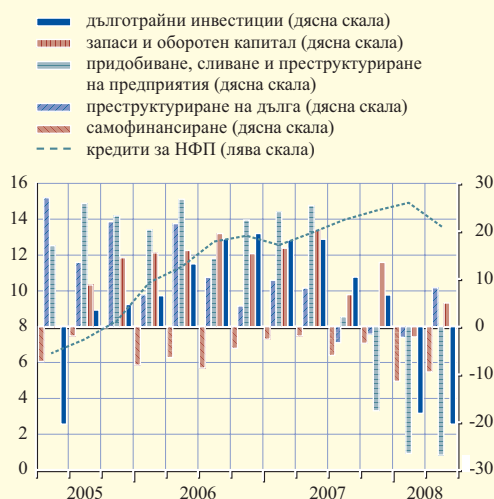
Тази картина е в съзвучие с данните в последното проучване на банковото кредитиране. Първо, резултатите от проведеното през юли 2008 г. проучване на банковото кредитиране в еврозоната посочват нетно затягане на критериите за предоставяне на кредити за предприятия. Според емпирични доказателства темпът на прираст кредитите обикновено следва променящите се критерии за предоставяне на кредити със закъснение от три до четири тримесечия. Второ, в проучването на банковото кредитиране се отправя запитване към банките относно факторите, определящи търсенето на кредити от страна на нефинансовите предприятия. Както се вижда на графика 32, за по-слабото търсене на кредити допринасят всички фактори (финансиране на инвестиции в основен капитал, запаси и оборотен капитал, придобиване, сливане и реструктуриране на предприятия (дясна скала), реструктуриране на дълга (дясна скала), самофинансиране (дясна скала) и кредити за НФП (лява скала)). Нетното търсене на средства за финансиране на инвестиции в основен капитал, за сливания и придобивания и за целите на вътрешното финансиране е изключително слабо.

Освен от ПФИ фирмите имат директен достъп до средства и на финансовите пазари. Последните данни за дълговите ценни книжа, емитирани от НФП, сочат забавяне на пазарно базираното дългово финансиране, като през второто тримесечие на 2008 г. годишният темп на прираст се понижава до 4.0% в сравнение със 7.8% през първото тримесечие. Емисионната дейност е изключително слаба при фирмите със занижени критерии за предоставяне на кредити.

Годишният темп на прираст на котираните акции, емитирани от НФП, отбелязва спад и достига 0.3% през второто тримесечие на 2008 г., който е по-малък от наблюдаваното през първото тримесечие понижение от 1.2%. Отслабващото доверие на инвеститорите и лошите показатели на фондовия пазар оказват негативно влияние върху емитирането от НФП на котираните акции.

Графика 32 Прираст на кредитите за НФП и принос по сектори за търсенето на кредити

(годишно процентно изменение; нетен процент)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Нетните проценти се отнасят за разликата между дела на банките, отчитащ, че даден фактор има принос за затягане на критериите за отпускане на кредити, и дела на тези, които допринасят за облекчаването им. Виж също проучването на банковото кредитиране от юли 2008 г.

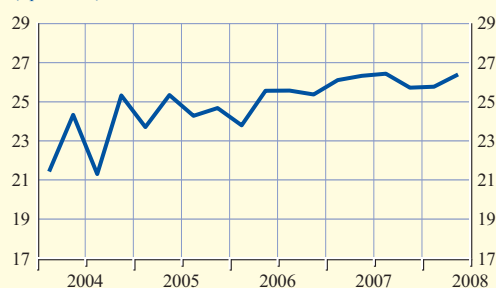
ДИНАМИКА НА ФИНАНСИРАНЕТО ОТ ВЪТРЕШНИ ИЗТОЧНИЦИ НА БОРСОВО РЕГИСТРИРАНИТЕ НЕФИНАНСОВИ ПРЕДПРИЯТИЯ

Динамиката на прираста на печалбите на борсово регистрираните дружества от еврозоната показва относителна стабилност. Представеният в предишни издания на *Месечния бюлетин* анализ все пак внушава, че през следващите тримесечия може да се очаква умерен спад, както се потвърждава от извършените напоследък низходящи корекции в прогнозите за печалбите.¹ Една като цяло по-малко благоприятна глобална макроикономическа среда вероятно би затруднила финансирането на фирмите от вътрешни източници през втората половина на 2008 г., макар че скорошният спад в цените на петрола и понижаването на обменния курс на еврото най-вероятно ще подкрепят краткосрочната рентабилност. В това каре са разгледани признаците, очертавани от динамиката на паричните потоци на борсово регистрираните дружества, които сочат, че те са достатъчно стабилни, за да издържат при продължителна несигурност, свързана с по-високата цена на външното финансиране.

В среда, при която фирмите отчитат относително високи нива на задлъжнялост (графика А), свиването на възможностите за вътрешно финансиране ги прави по-уязвими спрямо неочаквани и неблагоприятни шокове. Във връзка с това отчетите за паричния поток, включени в годишните отчети, осигуряват полезна информация относно настъпили изменения, засягащи сметките за парични средства по време на един отчетен период. Най-общо казано, паричният поток може да се разглежда като показател за финансовото здраве на дружеството. С колкото повече парични средства разполагат стопанските операции, толкова по-добър буфер имат те срещу непредвидени събития. И обратно, може действително да има случаи на фирми със стабилен прираст на доходите, които въпреки това имат малко парични средства на разположение, с които да посрещат текущите си

Графика А Съотношение дълг/общо активи на борсово регистрираните нефинансови предприятия в еврозоната

(проценти)



Източници: Thomson's DataStream и изчисления на ЕЦБ.
Забележка: За изчисляването на съотношението са използвани медиани.

Графика Б Парични потоци (разбивка по инвестиционни, финансови и оперативни дейности)

(евро)



Източници: Thomson's DataStream и изчисления на ЕЦБ.
Забележки: Изчисленията са направени въз основа на нефинансовите предприятия, включени в широката индекс DataStream. За всички дейности са използвани медиани. Числовите стойности са базирани на 700–900 наблюдения.

¹ Виж карето „Последни тенденции в печалбите на фирмите от еврозоната“, *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, юни 2008 г.

задължения. Този въпрос е много важен при днешните икономически условия, тъй като слабата наличност на парични средства при нефинансовите предприятия от еврозоната може да е признак, че те са особено уязвими на допълнителни шокове.

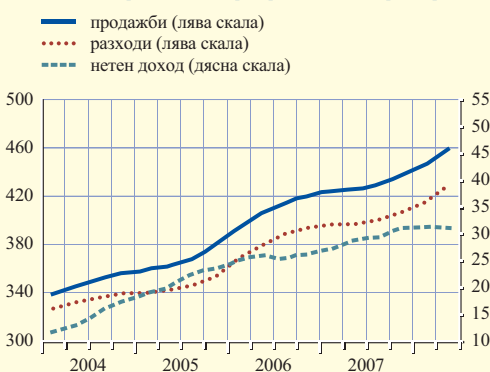
Въз основа на налични годишни данни за балансирана извадка от борсово регистрирани дружества графика Б представя обобщените парични потоци на нефинансовите предприятия в еврозоната, а също така и разбивка по категориите „инвестиционни дейности“, „финансови дейности“ и „оперативни дейности“². От тази графика може да се изведат три основни наблюдения. Първо, обобщените парични потоци на фирмите от еврозоната през периода 2003–2007 г. остават в общи линии непроменени. Второ, както входящите парични потоци, генерирани от основната стопанска дейност, така и изходящите парични потоци за инвестиции постепенно нарастват през последните години, като най-силно е нарастването през 2007 г. Входящите потоци обаче нарастват по-малко от изходящите, което означава, че през последния период се прибягва повече към външни източници на финансиране за нуждите на нарасналите инвестиции. При по-малка извадка от фирми, в която е възможно да се направи разбивка на плащанията за инвестиции (като нетни инвестиции в дълготрайни материални активи и във финансови активи), се оказва, че финансовите инвестиции са допринесли значително за общото нарастване на инвестициите през 2006 г. и 2007 г. Това отразява в значителна степен множеството осъществени през този период сливания и придобивания. Трябва обаче да се подчертае, че по-нови данни сочат снижаване през 2008 г. на активността по отношение на сливанията и придобиванията и на финансовите инвестиции като цяло, което вероятно ще повлияе върху общите изходящи потоци от парични средства за инвестиции. Трето, сътресенията на финансовите пазари, които започват през летните месеци на 2007 г., изглежда, оказват слабо въздействие върху нетните парични потоци на фирмите през 2007 г.

Въз основа на по-нови данни графика В представя разбивка на печалбите за балансирана извадка от борсово регистрирани дружества. Тя разкрива, че обобщеният нетен доход се стабилизира на високи нива през първото тримесечие на 2008 г. Това стабилизиране се отдава главно на по-високи разходи по отношение нарастването на приходите от продажби. Ето защо няма вероятност в началото на 2008 г. да е настъпило отслабване в позицията на балансните отчети на борсово регистрираните дружества.

2 Преобладаваща част от паричните потоци от оперативни дейности представляват парични средства, постъпили от клиенти, парични средства, платени на доставчици и работници, и платени лихви и данъци. Измененията в машини и оборудване, активи или инвестиции се отнасят за парични средства от инвестиционни дейности. Обикновено паричните средства от инвестиционни дейности са „изходящи парични средства“, тъй като се използват за закупуването на нови машини и оборудване, сгради или краткотрайни активи като търгуеми ценни книжа. Измененията на дълговете, кредитите или дивидентите се осчетоводяват като парични средства от финансови дейности. Измененията на паричните средства от финансови дейности представляват „входящи парични средства“, когато се увеличава капиталът, и „изходящи парични средства“, когато се изплащат дивиденти.

Графика В Продажби, разходи и нетен доход на големи борсово регистрирани нефинансови предприятия в еврозоната

(плъзгаща се средна за четири тримесечия; млрд. евро)



Източници: Thomson's DataStream и изчисления на ЕЦБ.
Забележка: Данните покриват около 60% от нефинансовите предприятия, включени в универсалния индекс Dow Jones EURO STOXX.

Графика 33 Коефициенти на дълга на НФП



Източници: ЕЦБ, Евростат и изчисления на ЕЦБ.
 Забележка: Дългът се отчита от тримесечните сметки на еврозоната. Той включва кредити, емитирани дългови ценни книжа и резерви на пенсионни фондове. Данните за последното тримесечие са оценки.

Графика 34 Нетна тежест на банковите лихвени проценти за НФП



Източник: ЕЦБ.
 Забележка: Нетната тежест на банковите лихвени проценти се определя като разлика между среднопретеглените проценти по кредити и среднопретеглените проценти по депозити за сектор НФП и е базирана на непогасените салда.

ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ

Съществуващото голямо търсене от НФП на финансиране на дълга предизвиква по-нататъшно нарастване на съотношенията *дълг/БВП* и *дълг/брутен оперативен излишък* през първото тримесечие на 2008 г. (виж графика 33). Комбинираното въздействие от повишаването на лихвените проценти и нарастването на дълга довежда до допълнително увеличаване на лихвеното бреме на НФП през второто тримесечие на 2008 г. (виж графика 34). Като цяло балансовите резултати на фирмите се запазват добри, макар нефинансовите предприятия да са по-уязвими спрямо бъдещи шокове поради скорошните сътресения, коригираните надолу очаквания за икономическия растеж, натрупването на дълг и увеличаващата се лихвена тежест.

2.7 ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ И ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ НА СЕКТОР ДОМАКИНСТВА

През второто тримесечие на 2008 г. условията за финансиране на домакинствата се характеризират със слабо повишаване на лихвените проценти на банките по жилищните кредити и с нетно затягане на критериите за предоставяне на кредити – тенденция, сходна с наблюдаваната през първото тримесечие. Кредитирането на сектор Домакинства продължава да намалява през второто тримесечие на 2008 г., а наблюдаваната по-рано тенденция към нарастване на задлъжнялостта на домакинствата явно е прекъсната. Забавеният растеж на кредитите за сектор Домакинства съответства на наблюдаваната през първото тримесечие на 2006 г. тенденция и няма данни за ограничения в предлагането на кредити, свързани с напрежението на финансовите пазари.

УСЛОВИЯ ЗА ФИНАНСИРАНЕ

През второто тримесечие на 2008 г. лихвените проценти на ПФИ по жилищни кредити за домакинства отбелязват слабо повишение в сравнение със средните за първото тримесечие

(виж графика 35). Това увеличение се наблюдава в целия матуритетен спектър с изключение на средните лихвени проценти по кредити с период на първоначално фиксиране между пет и десет години, които се понижават незначително в сравнение с предходното тримесечие. Сроковата структура на лихвените проценти по жилищните кредити остава обърната, като средният спред между лихвените проценти с кратък (т.е. до една година) и дълъг (т.е. над десет години) период на първоначално фиксиране на лихвите от приблизително 20% е малко по-висок от равнището, наблюдавано през предходното тримесечие.

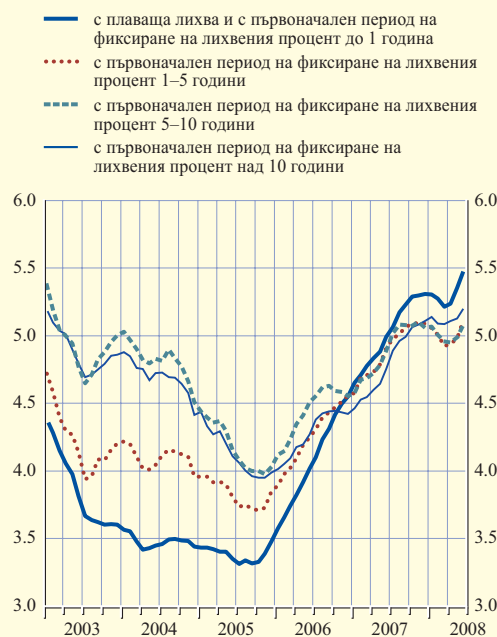
При потребителските кредити средните лихвени проценти по кредити на ПФИ като цяло остават непроменени през второто тримесечие на 2008 г. в сравнение с тези през първото тримесечие. Това прикрива донякъде различните тенденции в целия матуритетен спектър. Лихвите по потребителските кредити с период на първоначално фиксиране на лихвения процент до една година се повишават, докато тези с период на първоначално фиксиране на лихвения процент между една и пет години се понижават, а с период на първоначално фиксиране на лихвата над пет години остават непроменени. В резултат от тези разнопосочни тенденции сроковата структура на лихвените проценти по потребителските кредити се промени, като най-високи лихвени проценти са отчетени при кредитите с най-кратък период на първоначално фиксиране.

Средовите между лихвените проценти (по потребителските и по жилищните кредити) и съответният пазарен бенчмарк за съпоставимите матуритети (съответно лихвеният процент на паричния пазар за 12-месечен период и доходността по десетгодишните държавни облигации) се свиват през второто тримесечие на 2008 г. в сравнение с първото. При лихвените проценти по жилищните кредити това се дължи на факта, че повишаването на бенчмарка е по-силно изразено от това при лихвите по кредитите. Свиването на спредовете, наблюдавано при лихвените проценти по потребителските кредити, се обуславя от стабилизирането на лихвите по кредитите и от значителното повишаване на пазарния бенчмарк.

В проведеното през юли 2008 г. проучване на банковото кредитиране, както и в това, проведено през април, банките отчитат нетно затягане на критериите за предоставяне на кредити на домакинства и на потребителски кредити. Затягането на условията през второто тримесечие явно до голяма степен се дължи на увеличаване на средния размер на кредитите,

Графика 35 Лихвени проценти по жилищни кредити на ПФИ за домакинства

(проценти годишно, с изключение на такси; лихвени проценти по нов бизнес; коригирани тегла¹⁾)



Източник: ЕЦБ.

1) За периода след декември 2003 г. коригираните тегла на лихвените проценти на ПФИ се изчисляват с помощта на теглата за отделните страни, получени от 12-месечната плъзгаща се средна на обемите нов бизнес. За предишния период (януари – ноември 2003 г.) коригираните тегла на лихвените проценти на ПФИ се изчисляват с помощта на теглата за отделните страни, получени от средната стойност на обемите нов бизнес. За по-подробна информация виж карето *Analysing MFI interest rates at the euro area level*, Месечен бюлетин на ЕЦБ, август 2004 г.

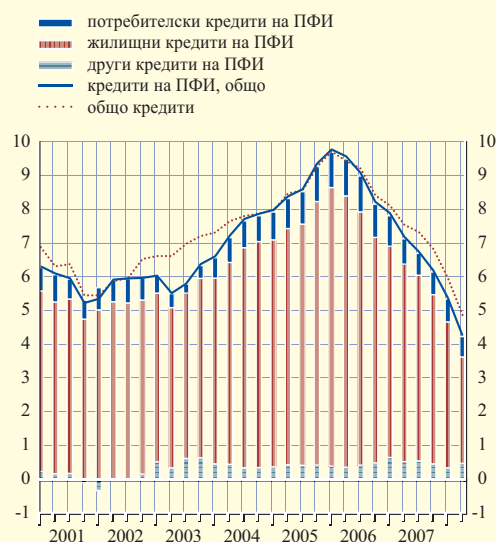
но отново се осъществява чрез неценови условия, като например по-малко съотношение *кредит/обезпечение*. В проведеното през юли проучване влошените очаквания за общата икономическа активност се посочват като фактор за затягане на критериите за предоставяне както на жилищни кредити за домакинства, така и на потребителски кредити. При жилищните кредити към този фактор се добавя и влошаването на перспективите за пазара на жилища, докато при потребителските кредити се обуславя и от ниската кредитоспособност на кредитополучателите.

ФИНАНСОВИ ПОТОЦИ

Годишният темп на прираст на всички кредити, предоставени на сектор *Домакинства*, се забавя, като през първото тримесечие на 2008 г. (последното тримесечие, за което има налични данни от интегрираната финансова сметка на еврозоната) достига до 6.0% в сравнение с 6.8% през предходното тримесечие. Този темп на прираст остава по-висок, отколкото при кредитите на ПФИ за домакинствата, като отразява динамиката на кредитите на НПФИ за домакинствата, чийто годишен темп на растеж се забавя и достига 11.5% през първото тримесечие на 2008 г. в сравнение с 12.7% през предходното тримесечие. Повисокият темп отчасти се дължи на ефекта от секюритизация чрез действителни продажби, при която кредитите се отписват и следователно се отписват от балансите на ПФИ, като впоследствие се осчетоводяват като кредити от други финансови посредници. В същото време според наличните данни за кредитите на ПФИ низходящият тренд при годишния темп на прираст на всички кредити за домакинствата се запазва и през второто тримесечие на 2008 г. (виж графика 36).

Графика 36 Кредити за домакинства, общо

(годишно процентно изменение, принос, пр.п.; в края на тримесечието)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Общо кредити включват кредити за домакинствата от всички институционални сектори, включително останалия свят. За второто тримесечие на 2008 г. общите кредити са оценени на база трансакциите, отчетени от паричната и банковата статистика. За информацията относно разликите при изчисляването на темповете на прираст виж съответните методологически бележки.

През юли 2008 г. годишният темп на прираст на кредитите на ПФИ за домакинства е 4.1%, в сравнение 5.0% и 5.9% съответно през второто и първото тримесечие на 2008 г. Наблюдаваното през последните няколко месеца забавяне в темпа на прираст на кредитите на ПФИ за домакинствата е в съзвучие със започналия в началото на 2006 г. низходящ тренд, дължащ се главно на по-високите лихвени проценти, на продължаващата слаба активност на пазара на жилища и на затягането на условията за предоставяне на кредити. Няма много доказателства, че умереният темп на прираст на кредитите за домакинствата отразява допълнителни отрицателни последици от ограничаване броя на кредитите в резултат от напрежението на финансовите пазари.

Умереният годишен темп на прираст на кредитите на ПФИ за домакинствата се дължи главно на по-бавното нарастване на жилищното кредитиране, което от 6.7% и 5.6% съответно през първото и второто тримесечие на 2008 г. достига 4.3% през юли 2008 г. Тази тенденция наскоро бе засилена

Графика 37 Финансови инвестиции на
домакинствата

(годишно процентно изменение, принос, пр.п.)



Източник: ЕЦБ.

1) Включва кредити, други задължения и финансови деривати.

Графика 38 Дълг на домакинствата и лихвени
плащания

(проценти)



Източници: ЕЦБ и Евростат.

Забележки: Дългът на домакинствата включва общите кредити за домакинствата от всички институционални сектори, включително останалия свят. Лихвените плащания не включват всички финансови разходи, извършени от домакинствата, тъй като изключват такси за финансови услуги. Някои от данните за последното показано тримесечие са оценки.

от интензивната секюритизация през юни, която доведе до мащабно отписване на ипотечни кредити от балансите на ПФИ. През юли 2008 г. годишният темп на прираст на потребителските кредити беше 4.4%, т.е. малко под средния темп, отчетен през първата половина на годината (около 5.3%).

От страната на активите в баланса на сектор *Домакинства* от еврозоната през първото тримесечие на 2008 г. годишният темп на прираст на общите финансови инвестиции продължава да намалява и достига 3.1% спрямо 3.4% през предходното тримесечие (виж графика 37). Тази тенденция се дължи на отрицателния принос на акциите и другите капиталови инструменти, както и на по-слабия принос на инвестициите в застрахователни и пенсионни продукти. Това отчасти се компенсира от по-големия принос на инвестициите във валута и депозити – категория инвестиции, чийто дял в момента възлиза на 2/3 от общото нарастване на финансовите инвестиции на домакинствата.

ФИНАНСОВА ПОЗИЦИЯ

Наблюдаваната по-рано тенденция към нарастване на задлъжнялостта на домакинствата явно е прекъсната в резултат от по-бавния темп на кредитите за домакинствата. Съотношението *дълг/доход* е около 92% през първото тримесечие на 2008 г. и според оценките не е променено през второто тримесечие (виж графика 38). Това се потвърждава и от тенденциите при съотношението *дълг/БВП*, което през последните тримесечия се стабилизира на равнище

около 60%. Бремето на лихвените плащания на домакинствата е 3.5% от располагаемия доход през първото тримесечие на 2008 г. и се оценява като леко по-високо през второто тримесечие. Задлъжнялостта на сектор *Домакинства* в еврозоната все още остава умерена според международните стандарти, особено в сравнение със САЩ или Обединеното кралство.

3 ЦЕНИ И РАЗХОДИ

ХИПЦ-инфлацията в еврозоната е 4.0% през юни и юли 2008 г., а според моментната оценка на Евростат през август е 3.8%. Тази притеснително висока инфлация се дължи в голяма степен на преки и косвени ефекти от минали повишения на енергийните и продоволствените цени в световен мащаб. Освен това нарастването на заплатите набира сила през последните тримесечия, докато производителността на труда спада, което води до повишени разходи за труд на единица продукция. В перспектива въз основа на текущите цени на стоковете фючърси годишната ХИПЦ-инфлация вероятно доста дълго ще остане над нивата, съответстващи на ценовата стабилност, като постепенно ще спада до умерени равнища през 2009 г. Според последните макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ средногодишната ХИПЦ-инфлация се предвижда да бъде между 3.4% и 3.6% през 2008 г. и между 2.3% и 2.9% през 2009 г. По-високите инфлационни прогнози за 2008 г. и 2009 г. отразяват по-високите от очакваното цени най-вече на енергоносителите, а в по-малка степен и на храните и услугите. Повишават се рисковете за ценовата стабилност в средносрочния хоризонт, който има значение за определянето на политиката. Тези рискове включват възможността за нови повишения на цените на основните стоки и за допълнителен и по-силен косвен ефект от предходни повишения върху потребителските цени. Особено силно е опасението, че възникването на широкообхватни вторични ефекти при определянето на цените и заплатите може значително да засили инфлационния натиск. Още повече че нарастващите рискове за ценовата стабилност могат да се задълбочат от неочаквани повишения на косвените данъци и административно определяните цени.

3.1 ПОТРЕБИТЕЛСКИ ЦЕНИ

Според моментната оценка на Евростат ХИПЦ-инфлацията в еврозоната през август 2008 г. е спаднала до 3.8% от 4.0% през юли (виж таблица 6). Въпреки че все още не са излезли официалните оценки за разбивката на ХИПЦ за август, данните за структурата на ценовите промени на национално ниво показват, че спадът в ХИПЦ-инфлацията може да се дължи главно на спада при енергийния и продоволствения компонент.

Подробната разбивка за юли 2008 г. показва, че повишенията при достигналите рекордно високи нива цени на енергоносителите и храните са допринесли силно за общата годишна

Таблица 6 Динамика на цените

(годишно процентно изменение, ако не е посочено друго)

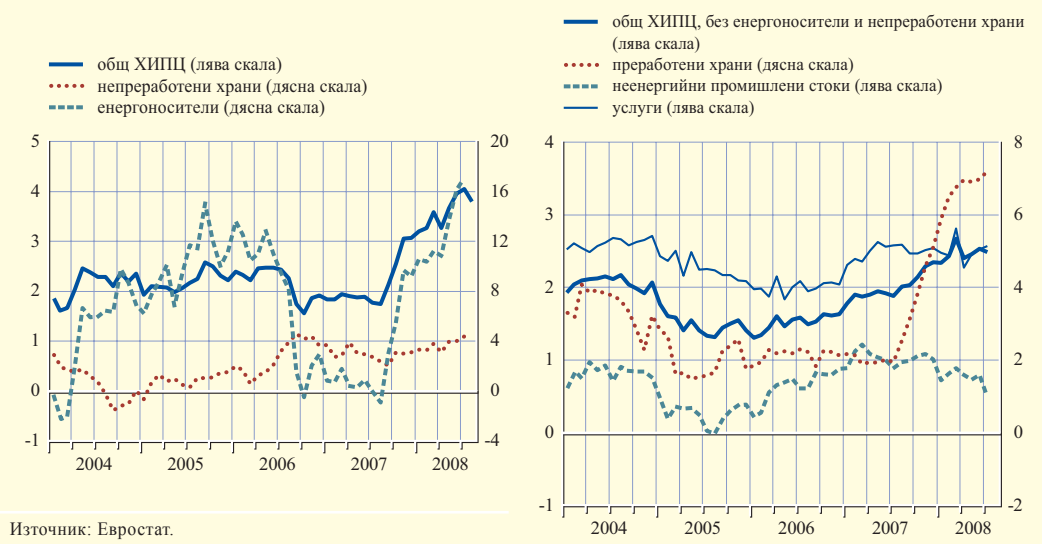
	2006	2007	2008 март	2008 апр.	2008 май	2008 юни	2008 юли	2008 авг.
ХИПЦ и неговите компоненти								
Общ индекс ¹⁾	2.2	2.1	3.6	3.3	3.7	4.0	4.0	3.8
Енергия	7.7	2.6	11.2	10.8	13.7	16.1	17.1	.
Непреработени храни	2.8	3.0	3.8	3.1	3.9	4.0	4.4	.
Преработени храни	2.1	2.8	6.8	7.0	6.9	7.0	7.2	.
Неенергийни промишлени стоки	0.6	1.0	0.9	0.8	0.7	0.8	0.5	.
Услуги	2.0	2.5	2.8	2.3	2.5	2.5	2.6	.
Други ценови показатели								
Цени на производител в промишлеността	5.1	2.8	5.8	6.2	7.1	8.0	9.0	.
Цени на петрола (евро за барел)	52.9	52.8	66.1	69.8	80.1	85.9	85.3	77.0
Цени на неенергийни стоки	24.8	9.2	10.3	5.8	6.0	9.6	9.8	10.5

Източници: Евростат, *HWI* и изчисления на ЕЦБ въз основа на данни на *Thomson Financial Datastream*.

1) ХИПЦ-инфлацията през август 2008 г. е посочена според моментната оценка на Евростат.

Графика 39 ХИПЦ-инфлация: разбивка по основни компоненти

(годишно процентно изменение; месечни данни)



ХИПЦ-инфлация през този месец в съответствие с общата тенденция от началото на миналата есен (виж графика 39).

Годишния прираст на енергийния компонент в ХИПЦ нарасна на 17.1% през юли 2008 г., отбелязвайки най-високия темп в историята си (статистическите редове започват от 1991 г.). Нарастването се дължи главно на повишаването на цените на непетролните енергоносители, например цените на електроенергията и природния газ, които проявяват тенденция да следват със закъснение движението на петролните цени (виж каре 8). Годишното повишение при цените на петролните енергоносители остана като цяло без изменение в сравнение с предходния месец.

Каре 8

ДИНАМИКА НА ЦЕНИТЕ НА НЕПЕТРОЛНИТЕ ЕНЕРГОНОСИТЕЛИ

Енергийните цени имат дял от около 10% в общия ХИПЦ на еврозоната. Непетролните енергоносители (природен газ, електричество, твърди горива и топлоенергия) съставляват почти половината от общата енергия, а петролните енергоносители (бензин и нафта) имат малко по-голям дял – виж таблицата. Движенията на цените на суровия петрол и на рафинираните петролни продукти обикновено се прехвърлят бързо и изцяло по веригата върху потребителските цени на петролните енергоносители с изоставане от три до пет седмици.¹ В това каре се разглежда динамиката на потребителските цени на непетролните енергоносители и тяхната връзка с цените на петрола, като се обръща специално внимание на двата най-важни компонента – електроенергия и природен газ, съответно с участие от 2.2% и 1.5% в ХИПЦ.

¹ За по-подробна информация виж карето "Recent developments in consumer oil energy prices", Месечен бюлетин на ЕЦБ, юли 2008 г.

Графики А и Б показват годишните темпове на изменение на потребителските цени на електроенергията и природния газ в еврозоната успоредно с динамиката на петролните цени. Относно цените на природния газ е налице относително ясна връзка между тях и петролните цени, макар и с известно изоставане. По-конкретно, след трите големи поскъпвания на петрола през 1999–2000 г., 2004–2006 г. и 2007–2008 г. имаше и осезаеми повишения на цените на природния газ, като пикът в годишното процентно изменение на цените на природния газ бе достигнат малко след този на годишното процентно изменение на петролните цени. Това наблюдение, илюстрирано на графика А, се потвърждава и от графика В, която показва корелацията (и лага) на годишното процентно изменение на потребителските цени на природния газ и на електроенергията с годишното процентно изменение на петролните цени.

За потребителските цени на природния газ върховата корелация, 0.8, изостава с около 7–12 месеца от движението на петролните цени. Тази висока степен на корелация се дължи на факта, че международните цени на природния газ проявяват тенденция към силна обвързаност с цените на петрола, като дългосрочните договори често предвиждат изрично индексирание на газовите спрямо петролните цени. Въпреки това, дори и без изрично индексирание, има основания да се очаква известна връзка между газовите и петролните цени. Основната причина е, че за някои цели, като производството на електро- и топлоенергия, природният газ и петролът са в голяма степен взаимозаменяеми. Трябва обаче да се отбележи, че в бъдеще промените в технологията и във видовете източници за производство на електроенергия (виж по-долу), динамиката на пазара на втечен природен газ и други пазарни фактори може да променят корелацията между цените на природния газ и петрола.

Тегло на енергоносителите и на техните подкомпоненти в ХИПЦ на еврозоната

(проценти)

Енергоносители в ХИПЦ	9.8
Петролни енергоносители	5.5
в т.ч.:	
Бензин	4.6
Нафта	0.9
Непетролни енергоносители	4.3
в т.ч.:	
Електричество	2.2
Природен газ	1.5
Топлоенергия	0.5
Твърди горива	0.1

Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Графика А Динамика на петролните цени (деноминирани в евро) и на потребителските цени на природния газ в еврозоната

(годишно процентно изменение)



Източници: Блумбърг, Евростат и изчисления на ЕЦБ.

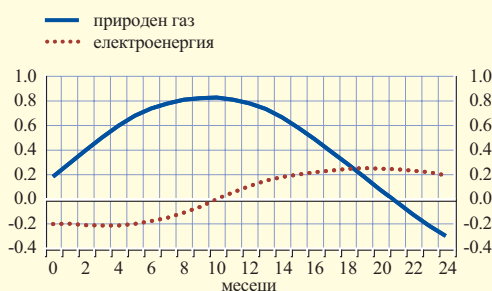
Графика Б Динамика на петролните цени (деноминирани в евро) и на потребителските цени на електроенергията в еврозоната

(годишно процентно изменение)



Източници: Блумбърг, Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Графика В Корелация между измененията на потребителските цени на природния газ и на електроенергията и изменението на петролните цени и техните лагове (корелация на годишните процентни изменения)



Източник: Изчисления на ЕЦБ.

и може донякъде да обясни защо цените на електроенергията зависят не само от тенденциите в цените на природния газ и нефта. Например Франция използва атомна енергия в по-голяма степен от другите държави от Европейския съюз; в Германия е относително по-голям дялът на твърдите горива (антрацитни и лигнитни въглища); а Италия и Испания през последните години все повече използват газ за производството на електроенергия. По този начин потребителските цени на електроенергията се определят наред с другото и от разпределението на енергопроизводствените мощности за различни видове горива и тяхната възобновимост, както и от резервните мощности за производство на електроенергия. Както е разгледано по-долу обаче, пазарната конкуренция също е важен фактор.

В перспектива, без да вземаме предвид спада в нивото на петролните цени от началото на юли, все още съществува натиск за повишаване на цените на непетролните енергоносители, по-конкретно на природния газ. Този натиск се дължи на факта, че: а) петролните цени остават високи (въпреки че се върнаха на равнищата, наблюдавани в края на май 2008 г., те остават значително над нивата от преди година), и б) цените на природния газ са склонни да реагират с известно закъснение (лаг) на промените в цените на петрола. Затова потребителските цени на природния газ може все още да не са отразили напълно поскъпването на петрола. Високите цени на природния газ и петрола също вероятно оказват натиск за поскъпването на електроенергията.

И електроенергията, и природният газ се характеризират не само с това, че петролът е близък заместител и/или важен фактор за производството им; тези два сектора са и инфраструктурни (наричани също „мрежови“, *network*) отрасли и обикновено са естествени монополи.² Внимателното им регулиране обаче може да спомогне за гарантирането на устойчива конкуренция в тези сектори. В съответствие с мандата, даден ѝ от Съвета през пролетта на 2007 г., Европейската комисия прие през септември 2007 г. трети пакет от законодателни инициативи за пазарите на електроенергия и газ в ЕС. Този пакет беше

При потребителските цени на електроенергията взаимовръзката с петролните цени не е толкова явна (коефициентът на корелация обикновено е под 0.2 в абсолютно изражение), колкото при потребителските цени на природния газ. Това може да се дължи отчасти на факта, че електроенергията може да се произвежда от редица различни източници, включващи атомна енергия, петрол, газ, твърди горива (антрацитни, лигнитни въглища и торф) и възобновяеми източници (вятърна, водна и слънчева енергия). Разнообразието на енергийни източници с различни постоянни и променливи разходи варира както по държави, така и във времето

² Инфраструктурните (мрежовите) отрасли обикновено обхващат доставката на продукти или услуги за крайните потребители чрез мрежова инфраструктура. В някои случаи основен техен елемент са естествените монополи, макар че това положение може да се промени с течение на времето и с технологичните иновации. Явен пример са промените в сегменти от отраслите *телекомуникации* и *пощенските услуги*, които някога се считаха за естествени монополи. Веригата на енергетиката включва редица дейности – производство, пренос, разпределение и доставка на електроенергия, – като не всички те (по-конкретно производството) може да се считат за мрежови дейности.

въведен, защото едно проучване на Европейската комисия, завършено в началото на 2007 г.³, установи съществуващи слабости във функционирането на пазарите на електроенергия и газ със значителни различия в нормативните и фактическите нива на конкуренция⁴, въпреки че предходните законодателни пакети имаха за цел да либерализират тези пазари. В среда на високи и колебливи петролни цени е жизненоважно да се полагат повече усилия за подкрепа на реалната конкуренция на европейските пазари на електрическа енергия и газ.

3 През 2005 г. Европейската комисия започна проучване относно конкуренцията на пазарите на газ и електричество. Окончателният доклад (Доклад на главна дирекция „Конкуренция“ за проучване на енергийния сектор), публикуван през януари 2007 г., установи сериозни слабости на пазарите на електроенергия и газ: твърде голяма пазарна концентрация на повечето национални пазари; липса на ликвидност, пречки пред успешното навлизане на нови участници на пазара; твърде слаба интеграция между пазарите на държавите-членки; отсъствие на прозрачност и достъпност на информация за пазара; неадекватно равнище на фрагментиране при участието в електроразпределението и електроснабдяването; обвързване на клиентите с доставчици чрез дългосрочни договори по технологичната верига; и балансиращи пазари и малки балансиращи зони, които фаворизират утвърдени фирми.

4 Каре в *Месечен бюлетин* на ЕЦБ, декември 2004 г., разглежда ефекта от предходните регулаторни реформи върху конкуренцията и динамиката на цените на пазарите на електроенергия и газ в еврозоната.

Годишният темп на изменение на цените на храните – преработени и непреработени – също нарасна през юли 2008 г. спрямо високите си и по-рано темпове. Увеличението при преработените храни е най-голямото в историята му (данни съществуват от 1991 г. насам) и се дължи главно на повишението на цените на хляба и зърнените изделия и олиото и мазнините. Високите нива при тези видове преработени храни вероятно са повлияни от високите световни цени на основните стоки, играещи важна роля като суровини при производството на такива стоки. Макар че предходната динамика на цените на хранителните суровини предполага запазване на значителен натиск по веригата на предлагането, налице е общ спад в сезонно изгладения месечен темп на изменение на цените на преработените храни след пика му през ноември 2007 г. Годишното процентно изменение на цените на непреработените храни се повиши през юли до 4.4% вследствие резкия скок на цените на плодовете и допълнителното повишение на цените на месото (които представляват около половината от този компонент). Тази динамика може да се тълкува като признак за продължаващ натиск във връзка с предходното развитие на световните пазари на хранителни суровини предвид по-високите цени на фуражите.

През юли 2008 г. годишната ХИПЦ-инфлация, без храните и енергията, която отговаря на 70% от кошницата на ХИПЦ, спадна с 0.1 пр.п. до 1.7%. Годишното процентно изменение на неенергийните промишлени стоки (НЕПС) като компонент на ХИПЦ, възлизащо на 0.5% през юли 2008 г., проявява досега през 2008 г. тенденция към спад, което е забележително в среда на значителен натиск за повишаването му от страна на разходите за фактори на производството. За динамиката на НЕПС на агрегирано ниво спомагат компенсиращите изменения в техните подкомпоненти и позиции: стабилност доскоро на годишния темп на изменение на полутрайните стоки (отразяваща динамиката при текстила), поевтиняване на дълготрайните стоки в резултат от спада в цените на автомобилите, електрическите и електронните уреди и нарастване на годишния темп на изменение на цените на недълготрайните стоки, което трудно може да се отдаде на един конкретен компонент. Последното понижение на годишния темп на изменение на цените на неенергийните промишлени стоки от 0.8% през юни до 0.5% през юли се дължи на приноса на големия спад на подкомпонента *текстил*. Тази динамика на цените на текстила, изглежда, отразява в известна степен по-големите отстъпки при сезонните разпродажби в сравнение с миналата година и затова може да се пречупи през следващите месеци.

Годишната инфлация при услугите след отчетеното слабо повишение през юли в сравнение с предходния месец продължава да се колебае около високото ниво от 2.5%, наблюдавано през последните няколко тримесечия, на фона на нарастващ натиск от страна на цените на факторите на производство и разходите за труд. Повишението през юли е следствие главно от динамиката на цените на услугите за свободното време и личността, както и на транспортните услуги. Динамиката на последните два компонента може да отразява натиска от страна на разходите във връзка с високите световни цени на основните стоки. Годишният темп на поскъпване на транспортните услуги достигна най-високото си ниво от десет години насам вероятно поради натиска на високите енергийни цени за повишаване на разходите. По-високата инфлация в цените на услугите за свободното време и личността е свързана с поскъпването при компонента *ресторанти и кафенета*, вероятно вследствие високите световни цени на храните. И така, докато тези резки повишения на цените започнаха като следствие от значителните шокове от цените на факторите на производството (като първични преки или косвени ефекти от по-високата себестойност на енергията и храните), все още съществува риск, че ускореният темп на повишаване на почасовите разходи за труд заедно със слабото увеличение на производителността на труда и недостатъчната конкуренция на редица пазари в близко бъдеще ще засили допълнително проинфлационната динамика в сферата на услугите.

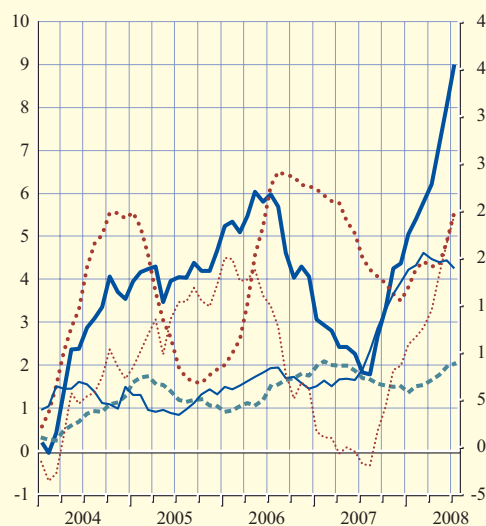
3.2 ЦЕНИ НА ПРОИЗВОДИТЕЛ В ПРОМИШЛЕННОСТТА

Годишният темп на изменение на общите цени на производител в промишлеността (без строителството) нарасна от 8.0% през юни 2008 г. на 9.0% през юли, което представлява най-високият темп на нарастване за повече от 25 години (виж графика 40). Това повишение се обуславя главно от цените на енергоносителите и на междинните стоки.

Графика 40 Разбивка на цените на производител в промишлеността

(годишно процентно изменение; месечни данни)

- общо промишленост, без строителство (лява скала)
- ... междинни стоки (лява скала)
- инвестиционни стоки (лява скала)
- потребителски стоки (лява скала)
- ... енергоносители (дясна скала)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

След големите повишения на петролните цени до началото на юли и нарастването при други енергийни продукти цените на енергията продължиха да се повишават и през юли с 24.5% на годишна база – най-високият темп на прираст от началото на статистическия ред през 1986 г. Без енергията (и строителството) инфлацията в цените на производител (ИЦП) продължи да се повишава през юли 2008 г. до 4.3% – ниво, което не е достигано от края на 1995 г. и е обусловено от ценовата динамика на междинните стоки, които скочиха до 5.6% на годишна база от 4.9% през юни. Докато повишението на цените на промишлените суровини приключва в последно време, предходните повишения и на цените на металите заедно със скока на петролните цени оказаха значителен натиск за повишаване на цените на междинните

стоки, което намира отражение и във високите месечни темпове на прираст на този компонент. Въпреки това годишният темп на изменение в цените на инвестиционните стоки остана без промяна през юли на нивото от 2.0%, което обаче е над средното за 2007 г.

Нататък по производствената верига през юли има известен спад на годишния темп на изменение на цените на производител на потребителски стоки до все още високото ниво от 4.3%. Това понижение се дължи на компонента *недълготрайни стоки*, докато инфлацията на дълготрайните стоки се увеличи. Спадът отразява допълнителното намаляване на годишната инфлация в продоволствените цени, която намалня през юли до 8.9% от върховата си стойност от 10.1% през март. Заслужава да се отбележи, че месечното повишение на продоволствените цени се върна на равнища, близки до тези преди шока от цените на храните през втората половина на 2007 г. Като изключим тютюна и храните, годишният темп на изменение на производствените цени на потребителските стоки през юли остана на нивото от 1.4%, малко над средния за 2007 г.

Последните данни за ценообразуването във фирмите от индекса на мениджърите по продажбите показват отслабване на инфлационния натиск по веригата на предлагането както в преработващата промишленост, така и в сектора на услугите, макар и от високи нива (виж графика 41). В последното проучване от август 2008 г. се наблюдава по-слабо нарастване на цените на факторите на производството в преработващата промишленост, отразяващо известно успокояване на цените на петрола и на други основни стоки. В сектора на услугите инфлацията на факторните цени също отчете спад поради по-ниския разход за енергия. Понижението през август на индексите на цените на готовата продукция и в двата сектора се отдава на по-бавното нарастване на факторните цени заедно с желанието на фирмите да поддържат ценова конкурентоспособност. Въпреки отчетения в това проучване неотдавнашен спад на ценовия натиск всички показатели остават на много високи нива и доста над дългосрочните си средни стойности.

3.3 ПОКАЗАТЕЛИ НА РАЗХОДИТЕ ЗА ТРУД

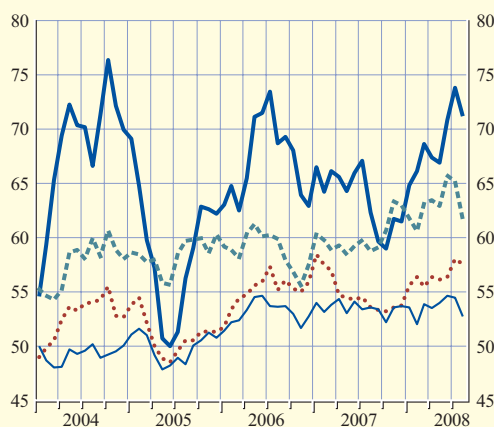
Наличните данни за показателите на разходите за труд говорят, че те продължават с бърз темп през цялата първа половина на 2008 г. след ускорението им през последното тримесечие на 2007 г. (виж таблица 7).

Годишният темп на прираст на договорените заплати, почасовите разходи за труд и компенсациите на наето лице се повишиха от последното тримесечие на 2007 г. насам (виж графика 42). През второто тримесечие на 2008 г. договорените заплати в еврозоната нарастват с годишен темп от 2.8%, като цяло непроменен спрямо първото тримесечие на годината.

Графика 41 Проучвания за цените на производител на производствените фактори и на промишленото производство

(индекси на дифузия; месечни данни)

— преработваща промишленост; цени на факторите
 преработваща промишленост; цени на продукцията
 - - - услуги; цени на факторите
 — услуги; цени на услугите



Източник: *Markit Economics*.

Забележка: Стойност на индекса над 50 показва увеличение на цените, а под 50 – намаление.

Таблица 7 Показатели на разходите за труд

(годишно процентно изменение, ако не е посочено друго)

	2006	2007	2007 2 тр.	2007 3 тр.	2007 4 тр.	2008 1 тр.	2008 2 тр.
Договорени заплати	2.3	2.2	2.3	2.2	2.1	2.9	2.8
Общо почасови разходи за труд	2.5	2.6	2.7	2.6	2.9	3.3	.
Компенсация на наето лице	2.2	2.4	2.2	2.2	2.8	2.9	.
<i>Допълнителни показатели:</i>							
Производителност на труда	1.2	0.8	0.9	0.7	0.3	0.5	.
Разходи за труд на единица продукция	1.0	1.5	1.3	1.5	2.4	2.4	.

Източници: Евростат, национални данни и изчисления на ЕЦБ.

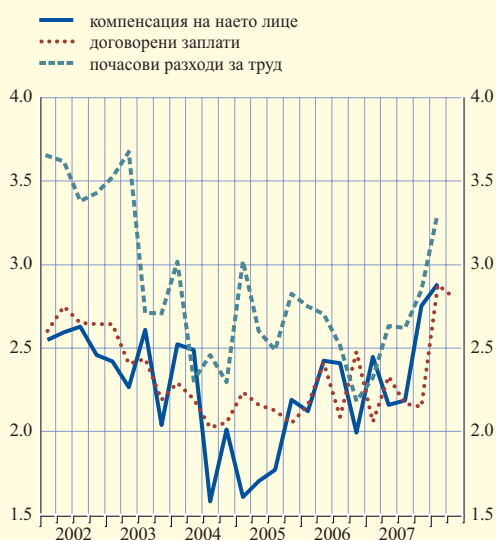
Годишният темп на изменение на почасовите разходи за труд отбелязва сериозен скок през първото тримесечие на 2008 г. главно вследствие повишения до 3.7% годишен темп на прираст на разходите за заплати. Годишното нарастване на компенсацията на наето лице достигна 2.9% през първото тримесечие на 2008 г. след значителното си ускорение през последното тримесечие на 2007 г. Изглежда, че това повишаване на годишния темп на прираст на компенсацията на наето лице и на почасовите разходи за труд е обхванало цялата промишленост, услугите и строителството (виж графика 43). В съчетание с общото забавяне в производителността ускорението при заплатите оказва натиск за повишаване на годишния темп на нарастване на разходите за труд на единица продукция до 2.4% през първото тримесечие на 2008 г. – най-високия темп за последните пет години.

Засиленият натиск на заплатите може да се отдаде на няколко вида пазарни сили, включващи по-голямо търсене на работна ръка на трудовия пазар и продължаващо голямо натоварване на производствените мощности, както и действащите схеми за индексирание на заплатите,

които ги обвързват с предходната динамика на цените. Това ускоряване при заплатите съвпада с общо по-слабо нарастване на производителността, като в резултат разходите за заплати пряко подхранват повишаването на разходите за труд на единица продукция. Обусловеното от тези фактори засилване на вътрешния инфлационен натиск и неговият потенциал за нежелателни широкообхватни вторични ефекти (т.е. допълнителни изменения на цените вследствие реакцията на заплатите или печалбите спрямо първични въздействия) трябва да се следят внимателно. По-конкретно, рискът от всеобхватни вторични въздействия остава особено силен в няколко държави от еврозоната, където е налице някаква форма на автоматично индексирание на заплатите спрямо цените. Такива схеми носят риска от проинфлационни шокове, подхранващи спиралата заплати–цени, което би било вредно за заетостта и конкурентоспособността в съответните държави.

Графика 42 Избрани показатели за разходите за труд

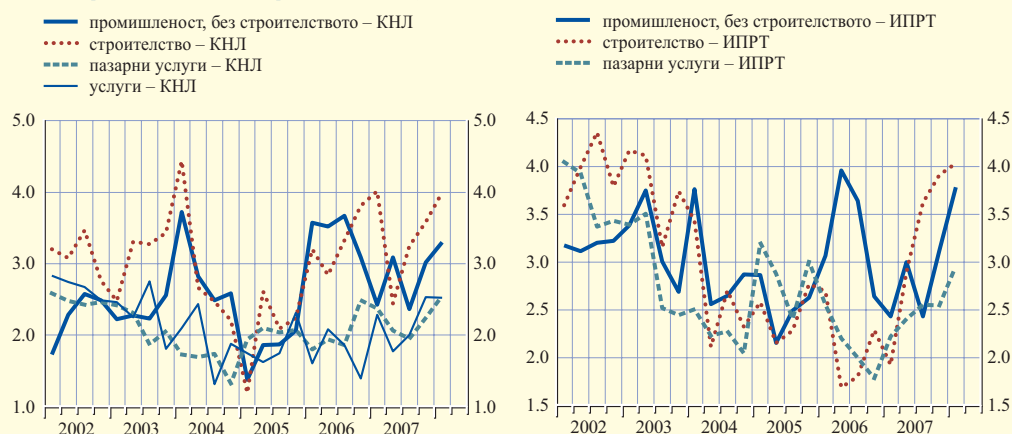
(годишно процентно изменение; тримесечни данни)



Източници: Евростат, национални данни и изчисления на ЕЦБ.

Графика 43 Отраслова динамика на разходите за труд

(годишно процентно изменение; тримесечни данни)



3.4 ПРОГНОЗИ ЗА ИНФЛАЦИЯТА

През лятото на 2008 г. преките и косвените въздействия на предходни скокове в цените на енергията и храните в глобален мащаб повишиха ХИПЦ-инфлацията в еврозоната до нива значително над равнището, съответстващо на ценовата стабилност. Освен това прирастът на заплатите се увеличи през последните тримесечия, а нарастването на производителността на труда се забави, което доведе до скок в разходите за труд на единица продукция. В перспектива въз основа на текущите цени на стоковите фючърси годишната ХИПЦ-инфлация вероятно още доста дълго ще остане над нивата, съответстващи на ценовата стабилност, като постепенно ще спада до умерени нива през 2009 г. Според последните макроикономически прогнози на експертите на ЕЦБ средногодишната ХИПЦ-инфлация се предвижда да бъде между 3.4% и 3.6% през 2008 г. и между 2.3% и 2.9% през 2009 г. при ревизия на предходните прогнози, която отразява по-високите от очакваното цени най-вече на енергоносителите, а в по-малка степен – и на храните и услугите. Трябва да се отбележи, че прогнозите се основават, наред с другото, на допускането, че макар и да остават на високи нива, цените на петролните и непетролните суровини ще проявяват по-голяма стабилност през прогнозния хоризонт, отколкото виждаме през последните месеци, в съответствие с преобладаващите цени на фючърсите.

Повишават се рисковете за ценовата стабилност в средносрочния хоризонт, който има значение за определянето на политиката. Тези рискове включват възможността за нови повишения на цените на основните стоки и за допълнителен и по-силен косвен ефект от предходни техни поскъпвания върху потребителските цени. Особено силно е опасението, че възникването на широкообхватни вторични ефекти при определянето на цените и заплатите може значително да засили инфлационния натиск. Още повече че нарастващите рискове за ценовата стабилност могат да се задълбочат от неочаквани повишения на косвените данъци и административно определяните цени.

4 ПРОИЗВОДСТВО, ТЪРСЕНЕ И ПАЗАР НА ТРУДА

След тримесечен растеж на БВП от 0.7% за първото тримесечие на 2008 г. през второто тримесечие реалният БВП на еврозоната спадна с 0.2% поради намаляване на потреблението и отслабване на инвестиционната активност. Понастоящем икономиката на еврозоната е в период на слаба активност, характеризираща се с високи цени на основните стоки, подронващи доверието на потребителите и търсенето, както и с потиснат растеж на инвестициите. В бъдеще се очаква постепенно икономическо съживяване. Макроикономическите прогнози на експертите на ЕЦБ за еврозоната от септември 2008 г. предвиждат годишен растеж на реалния БВП в границите между 1.1% и 1.7% за 2008 г. и между 0.6% и 1.8% за 2009 г. Все пак несигурността относно тази перспектива е голяма и включва риск от влошаване.

4.1 ДИНАМИКА НА ПРОИЗВОДСТВОТО И ТЪРСЕНЕТО

След период на стабилен икономически растеж икономическата активност в еврозоната се забави през последните дванадесет месеца. През 2006 г. и 2007 г. тя се повиши при стабилни темпове на растеж на реалния БВП съответно от 3.0% и 2.6%. През този период високата световна икономическа активност стимулира нарастването на износа, инвестициите бяха подкрепени от благоприятни условия за финансиране и високи корпоративни печалби, а разходите на домакинствата се облагодетелстваха от тенденциите в реалния разполагаем доход, дължащи се на значителното подобряване на условията на пазара на труда. Оттогава насам базовият темп на икономическа експанзия е умерен поради забавянето на растежа вследствие обединеното въздействие на поредица от икономически шокове. Все по-високите цени на основните стоки в комбинация с продължаващите сътресения на финансовите пазари потиснаха както световния икономически растеж, така и този на еврозоната. През второто тримесечие на 2008 г. годишният растеж на реалния БВП спадна до 1.4% на годишна база в сравнение с върховото ниво от 3.3% през четвъртото тримесечие на 2006 г. От показателите за последните месеци може да се съди, че през третото тримесечие икономическата активност вероятно ще остане потисната, в подкрепа на което са ниските нива на доверие на бизнеса и потребителите през юли и август.

КОМПОНЕНТИ НА РЕАЛНИЯ БВП И ТЪРСЕНЕТО

Първата оценка на Евростат за изменението на реалния БВП на еврозоната за второто тримесечие на 2008 г. при растеж от -0.2% на тримесечна база сочи рязък спад спрямо импулса на растежа, оценен на 0.7% за първото тримесечие. Както е отбелязвано в предходни броеве на *Месечния бюлетин*, това забавяне отчасти представлява техническа реакция на особено силния растеж в първите месеци на годината, когато необичайно меката зима в много части на Европа стимулира строителството. Други фактори обаче също изиграха роля за забавянето на активността, включително въздействието на високите цени на основните стоки и забавянето на световната икономика.

Спадът в реалния БВП през второто тримесечие се дължи на вътрешното търсене (без запасите), което има принос от -0.2% за общия икономически растеж. През второто тримесечие приносът на нетната търговия също е нулев (виж графика 44).

Колебливостта на тримесечното вътрешно търсене в еврозоната през първата половина на годината в голяма си част се формира от структурата на прираста на инвестициите, който се повишава с 1.5% на тримесечна база през първото тримесечие на 2008 г. и след това спада

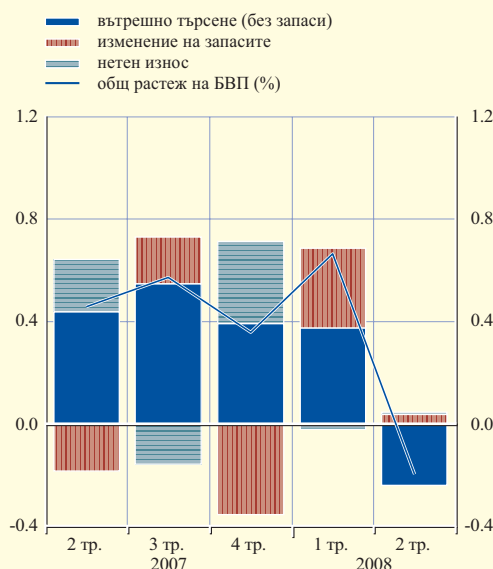
с 1.2%. Забележителният динамизъм на инвестициите в началото на годината се подхранва от инвестициите в строителството, които нарастват необичайно много, с 2.0% на тримесечна база. Нетипичното нарастване се оценява като силно повлияно от меката зима, преобладаваща в някои части на Европа в началото на годината и тази интерпретация, изглежда, се потвърждава от последващото забавяне на строителното производство, което през второто тримесечие спада с 2.5% спрямо предходното.

Прирастът на общите инвестиции през първото тримесечие се дължи също и на увеличението на инвестициите извън строителството, което възлиза на 0.9% на тримесечна база. Въпреки добрите показатели за първото тримесечие няколко фактора навеждат на мисълта, че инвестициите на фирмите по всяка вероятност ще бъдат малко по-умерени. Първо, със спадането на търсенето прирастът на корпоративната рентабилност се понижава в сравнение с високите равнища, наблюдавани в началото на 2007 г. Сметките за институционалния сектор в еврозоната за първото тримесечие на 2008 г. разкриват, че прирастът на brutния оперативен излишък и на brutния предприемачески доход на нефинансовите предприятия (НФП) спада на годишна база. Второ, по-затегнатите условия за финансиране вероятно потискат инвестиционните планове, въпреки че позициите на борсово регистрираните НФП остават достатъчно стабилни по отношение на паричните им потоци през 2007 г., а нетният доход е стабилизирал на високи нива през първото тримесечие на 2008 г. (виж каре 7 в раздел 2). Накрая, изглежда, че ограниченията, свързани с производствените мощности, намаляват през изминалата година. Натовареността на производствените мощности в промишлеността през юли е над дългосрочната средна стойност, но е малко под пика от преди дванадесет месеца. Освен това проучването на ИМП на *Маркит* сочи, че обемите на неизпълнените поръчки и неуредените стопански отношения в производството и услугите намаляват. В крайна сметка от тези фактори може да се направи извода, че след силния прираст през първото тримесечие на годината има вероятност до края на годината прирастът на инвестициите в стопанския сектор да отслабне спрямо предишния си силен темп на растеж.

В продължаващия период на ограничени разходи на домакинствата частното потребление спада с 0.2% на тримесечна база през второто тримесечие на 2008 г. Разходите на домакинствата са потиснати от съдържания растеж на реалните доходи след силното повишаване на цените на основните стоки и спад на финансовото благосъстояние. Според сметките за институционалния сектор в еврозоната през първото тримесечие на 2008 г. реалният разполагаем доход на домакинствата нараства само с 0.7% на годишна база – най-ниският прираст от 2003 г. насам, като същевременно нетната финансова стойност на

Графика 44 Растеж на реалния БВП и принос по компоненти

(растеж по тримесечия, %; тримесечен принос, пр.п.; сезонно изгладени данни)



Източници: Изчисления на Евростат и ЕЦБ.

домакинствата рязко спада поради намаляване стойността на притежаваните акции.

За третото тримесечие първоначалните признаци водят до извода, че потреблението може да остане забавено. Обемът на търговията на дребно в еврозоната през юли е по-нисък с 0.4% след спад от 0.9% през юни. Доверието на потребителите се възстановява леко през август в сравнение с юли независимо от нарастването на песимизма относно перспективите на пазара на труда, но остава на ниско ниво (виж графика 45). Освен това оценките относно намеренията на потребителите за значителни покупки през следващите 12 месеца спадат до най-ниското си ниво, откак се изготвят проучвания през 1985 г. Този статистически ред не е включен в индикатора за доверието на потребителите, но показва силна корелация с прираста в миналото на потреблението на годишна база.

ПРОИЗВОДСТВО ПО СЕКТОРИ

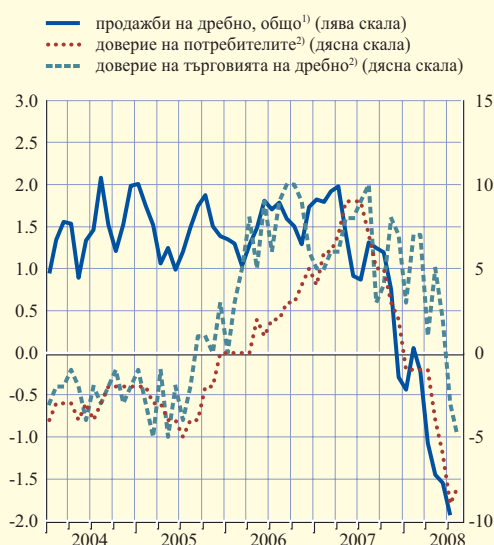
Активността в еврозоната през първото тримесечие на 2008 г. отчита повишаване на прираста на тримесечна база в секторите на услугите и промишлеността (без строителството) и изключително силно нарастване на добавената стойност в строителството. В съответствие с наличните показатели слабият темп на прираст през второто тримесечие се определя от активността в промишлеността и строителството, претърпели рязък спад на добавената стойност (съответно с 0.8% и 2.2%). Растежът на сектора на услугите е по-гъвкав, като се повишава с 0.4%. От последните данни може да се заключи, че общото забавяне в темпа на прираст ще се запази и през третото тримесечие.

Активността в промишлеността съществено се забавя през второто тримесечие на 2008 г. Промисленото производство в еврозоната (без строителството) се свива леко през юни в сравнение с май (виж графика 46) след рязкото снижение през предходния месец. Като цяло през второто тримесечие на годината добавената стойност спада с 0.8% след растеж от 0.4% през предходното тримесечие. Този спад представлява най-слабият резултат за петгодишен период. За третото тримесечие проучвания за преработващата промишленост сочат ниски равнища през август 2008 г., като ИМП е под референтното ниво, което показва, че активността спада спрямо предходното тримесечие (виж графика 47).

Както бе коментирано по-горе, през първите две тримесечия на 2008 г. строителното производство следва твърде необикновен модел на развитие, като през първото тримесечие има 2.5% нарастване на добавената стойност, а през второто – спад с 2.2%. При наблюдение на колебливостта за по-дълъг период все пак става ясно, че производството в строителството следва низходяща тенденция от втората половина на 2006 г. насам, която е само временно пречупена през първите три месеца на 2008 г. Тази низходяща тенденция се потвърждава от

Графика 45 Продажби на дребно, доверие на търговията на дребно и на сектор Домакинства

(месечни данни)



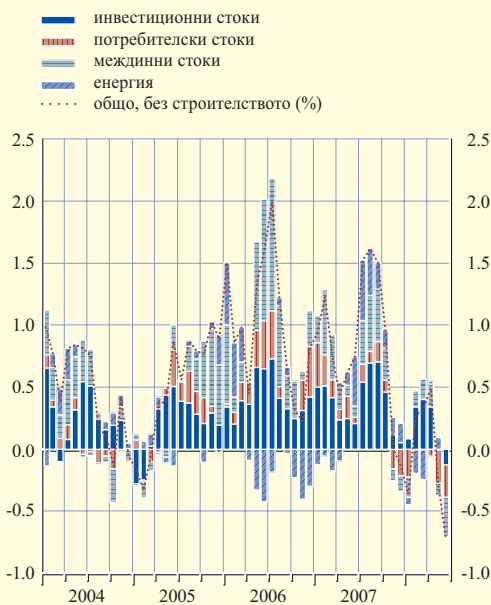
Източници: Евростат и проучвания на бизнеса и потребителите на Европейската комисия.

1) Годишно процентно изменение; тримесечна центрирана плъзгача се средна; календарно изгладени данни.

2) Баланс на оценките; сезонно изгладени и осреднени.

Графика 46 Прираст на промишленото производство и принос по сектори

(прираст, %; принос, пр.п.; месечни данни; сезонно изгладени)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

Забележка: Данните са изчислени като тримесечни плъзгащи се средни спрямо съответните средни стойности за предходното тримесечие.

Графика 47 Промислено производство, доверие на промишлеността и ИМП

(месечни данни; сезонно изгладени)



Източници: Евростат, проучвания на бизнеса и потребителите на Европейската комисия и изчисления на ЕЦБ.

Забележка: Всички динамични редове се отнасят за преработващата промишленост.

1) Тримесечно процентно изменение.

2) Баланс на оценките; изменение спрямо предходното тримесечие.

3) ИМП; отклонения от стойност 50 на индекса.

данните от проучванията, като доверието в сектора на строителството остава потиснато през август както според показателя на Европейската комисия, така и според ИМП на *Маркит*.

Относителната гъвкавост на добавената стойност в сектора на услугите през второто тримесечие на 2008 г. е отражение главно на продължаващия растеж в сектора на финансовите и бизнес услуги и при „други услуги“. Различно е положението в търговията, транспорта и комуникациите, където има рязко забавяне на производството. В по-дълъг ретроспективен хоризонт обаче всички отрасли в сектора на услугите търпят спад в активността си след върховите стойности в края на 2006 г. Данни от проучванията до август 2008 г. сочат продължаващо забавяне на прираста в сферата на услугите, като и ИМП, и показателят на Европейската комисия за доверието на услугите са на ниски нива.

Като цяло, според последните данни за промишлеността и услугите по-слабите темпове на икономическа активност ще се запазят и през третото тримесечие на 2008 г.

Таблица 8 Прираст на заетостта

(процентно изменение спрямо предходния период; сезонно изгладени данни)

	Годишни стойности		Тримесечни стойности				
	2006	2007	2007 1 тр.	2007 2 тр.	2007 3 тр.	2007 4 тр.	2008 1 тр.
Общо за икономиката	1.6	1.8	0.5	0.5	0.4	0.3	0.3
от които:							
Селско стопанство и риболов	-1.5	-1.1	0.8	-0.6	-1.1	-0.6	0.4
Промисленост	0.5	1.4	0.7	0.2	0.0	0.2	0.2
Без строителството	-0.4	0.3	0.1	0.1	0.0	0.2	0.2
Строителство	2.6	3.9	1.9	0.4	-0.1	0.3	-0.1
Услуги	2.2	2.1	0.5	0.7	0.7	0.4	0.4
Търговия и транспорт	1.5	1.7	0.4	0.8	0.8	0.1	0.5
Финанси и бизнес	3.8	4.3	1.3	1.3	0.7	0.9	0.9
Публична администрация ¹⁾	2.0	1.3	0.1	0.3	0.5	0.4	-0.1

Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

1) Включва още образование, здравеопазване и други услуги.

4.2 ПАЗАР НА ТРУДА

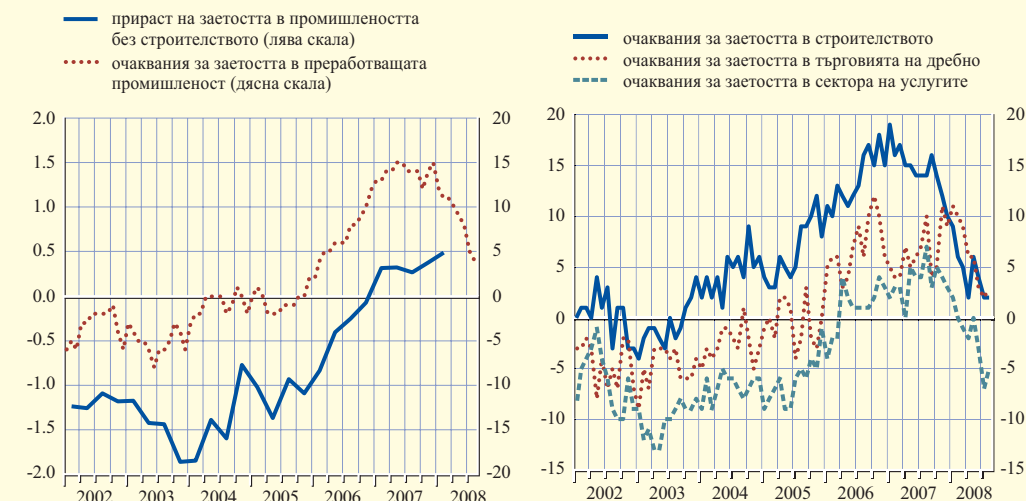
След години на видимо подобрение пазарът на труда в еврозоната преживява обрат през последните месеци. Макар че условията на пазара на труда в общи линии са все още благоприятни при ретроспективно ниско равнище на безработица, през последните месеци проучванията сочат спад на очакванията за заетостта и умереното ѝ бъдещо нарастване.

ЗАЕТОСТ

През 2006 г. и 2007 г. заетостта в еврозоната нараства съществено, подтикната отчасти от силната икономическа активност. Нарастването на заетостта през 2008 г. е по-умерено, като

Графика 48 Прираст и очаквания за заетостта

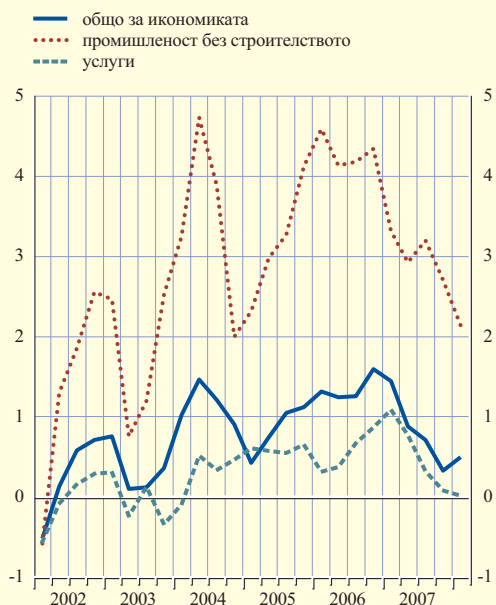
(годишно процентно изменение; баланс на оценките; сезонно изгладени данни)



Източници: Евростат и проучвания на Европейската комисия за бизнеса и потребителите.
Забележка: Балансът на оценките е осреднен.

Графика 49 Производителност на труда

(годишно процентно изменение)



Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

работната сила, полезно е да се наблюдават и измененията в общо отработените часове, които отразяват изменения в броя на заетите и в действително отработените часове от един зает. По принцип тези показатели може да имат различна динамика в хода на стопанския цикъл. В каре 9 последните тенденции в общо отработените часове в еврозоната са представени в ретроспективен план.

Производителността на труда (на заето лице) през първото тримесечие на 2008 г. нарасна с 0.5% на годишна база (виж графика 49). Подобрието в сравнение с предходното тримесечие се обяснява главно с отчетливото нарастване на производителността в строителството, където производството временно бе високо. Ако се разгледа по-общата тенденция, прирастът на производителността на годишна база спада от края на 2006 г. насам. Наличните данни за ИМП сочат, че тя спада допълнително през последните няколко месеца.

през първите три месеца на 2008 г. тя се увеличава с 0.3% на тримесечна база, каквато е оценката и за предходното тримесечие, но с 0.2 пр.п. под темпа от преди една година (виж таблица 8). Що се отнася до близкото бъдеще, макар че не са публикувани нови данни за заетостта в еврозоната, показателите за намеренията на фирмите за назначения и наличните данни на национално ниво сочат продължаване и през следващите месеци на тенденцията към по-слабото ѝ нарастване (виж графика 48). Според проучването за ИМП от август намеренията на фирмите за назначения в сектора на услугите и преработващата промишленост намаляват за втори пореден месец. Картината за август, очертана от Проучването на бизнеса на Европейската комисия, е по-нееднозначна, като показателите за очакванията за заетостта в промишлеността спадат, но в строителството и в услугите бележат скромно подобрене.

Независимо че нарастването на заетостта е важен показател за тенденциите на пазара на труда, и по-специално за използването на

ДИНАМИКА НА ОБЩО ОТРАБОТЕНИТЕ ЧАСОВЕ В ЕВРОЗОНАТА: ДЪЛГОСРОЧНА ПЕРСПЕКТИВА

През последните години в държавите от еврозоната бяха направени множество структурни реформи в нормативната база на пазарите на труд, които промениха из основи тяхното функциониране. Предприетите мерки във връзка с политиката в тази област са различни в отделните държави и варират от мерки, насочени към поощряване на допълнителната и временната заетост, до такива, които целят повишаване на гъвкавостта по отношение на отработените часове от работещи на пълен и на непълен работен ден. Поощряването на временната заетост е средство за повишаване на участието на определени групи на пазара на труда, по-специално на младите жени и по-възрастните работници.¹ В това каре наблюдаваната напоследък динамика на общо отработените часове в еврозоната е разглеждана в историческа перспектива и е изтъкната степента, в която реформите на пазара на труда са спомогнали както за увеличаване гъвкавостта на икономиката на еврозоната, така и за повишаване нивото на потенциалния прираст на производството чрез пряко въздействие върху нивото на използване на работната ръка.

Динамика на заетостта и на средно отработените часове от един зает

При анализа на дългосрочната динамика на общия брой отработени часове е полезно да се прави разграничение между изменения на заетостта по брой назначени и изменения в действително отработените часове от един зает, тъй като по принцип тези два компонента може да имат различно поведение в рамките на бизнес цикъла и в дългосрочен план. Графика А показва динамиката на общо отработените часове, заетостта и отработените часове от един зает в еврозоната през периода 1987–2007 г.²

Приносът на измененията на средно отработените часове от един зает за прираста на общо отработените часове беше ограничен в първата половина на 90-те години на миналия век, когато промените в заетостта бяха основната движеща сила, определяща динамиката на общо отработените часове. През втората половина на 90-те години обаче измененията на средно отработените часове, изглежда, играеха по-важна роля, като отразяваха както извършваните законодателни промени, засягащи трудовото договаряне в множество държави-членки от

Графика А Общо отработени часове, заетост и отработени часове от един зает

(годишно процентно изменение)

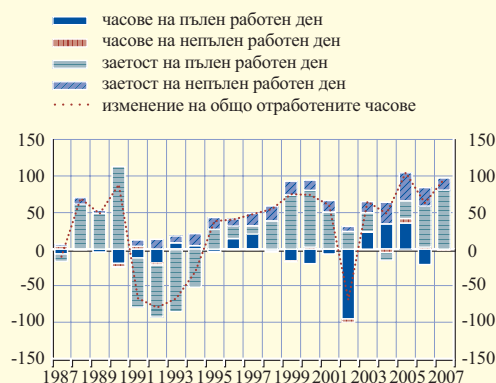


Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

- 1 Виж напр. V. Genre, R. Gomez-Salvador and A. Lamo (2005), "European women: Why do(n't) they work?", Работни материали на ЕЦБ № 454, март; също OECD (2006): *Ageing and Employment Policies: Live Longer, Work Longer*, OECD, Paris.
- 2 Проучването на Евростат за работната сила обединява на съпоставителна основа резултатите от различни национални проучвания на работната сила. Публикуваните тук данни са от последното проучване на Евростат за работната сила и се отнасят за заетите на възраст 15–64 години. Данните за еврозоната за периода 1985–1999 г. са изчислени при използване на наличните данни за държавите от еврозоната. Несъответствията в общите сборове за заетостта, дължащи се на липсата на данни за заетостта на пълен и непълен работен ден, са коригирани чрез разпределяне на неполучените данни към категориите заетост на непълен и на пълен работен ден пропорционално на известните им дялове за същите периоди.

Графика Б Принос за изменението на общо
отработените часове

(млн. часове)



Източници: Проучване на Евростат за работната сила и изчисления на ЕЦБ.

еврозоната, така и рязкото повишаване на равнището на заетост на непълен работен ден. Макар че броят на общо отработените часове се увеличи силно през втората половина на 90-те години, със забавянето на икономиката в периода 2001–2002 г. той също рязко спадна. Основна причина за това, изглежда, е значителният спад на средно отработените часове, което отчасти отразява циклични изменения, но вероятно е резултат и от въздействието на политиката за съкращаване на работната седмица в няколко държави-членки (Франция, Белгия и Нидерландия). Въпреки че периодът 2003–2005 г. се характеризираше с положителни темпове на нарастване на средно отработените часове, по-късно те отново се понижиха.³

Динамика на заетостта на пълен и на непълен работен ден

Измененията в общо отработените часове може да бъдат изследвани допълнително чрез проучване на приноса на изменението на заетостта и на средно отработените часове от заетите на пълен и на непълен работен ден. Така годишното изменение на общо отработените часове може да бъде представено от четири отделни компонента, отразяващи изменението на заетостта на пълен и непълен работен ден и в средно отработените часове от заетите на пълен и непълен работен ден. Графика Б показва приноса на работещите на пълен и на непълен работен ден (стълбчетата) за цялостното изменение на общо отработените часове (пунктирната линия). Всяко стълбче представлява приносът на съответния компонент за всяка година. Сборът от стълбчетата съответства на цялостното изменение на общо отработените часове.

Приносът на нарастването на заетостта при непълен работен ден за общо отработените часове изглежда много малък до средата на 90-те години. Неговата значимост постепенно нараства от втората половина на 90-те години и особено през първите години на настоящото десетилетие. Динамизмът при създаването на работни места в еврозоната от 2005 г. насам е отражение и на силното нарастване на заетостта на пълен работен ден.

Съпоставка с динамиката в САЩ

Едно от основните обяснения за разликата в БВП на глава от населението в еврозоната и в САЩ е значителното различие в броя отработени часове при двете икономики.⁴ През последните десет години обаче в еврозоната се наблюдава силно ускоряване на броя общо

³ Виж също N. Leiner-Killinger, C. Madaschi and M. Ward-Warmedinger, "Trends and patterns in working time across euro area countries 1970-2004: causes and consequences", Тематични материали на ЕЦБ № 41, декември 2005 г.

⁴ Счита се, че причините за това различие са свързани с разлики в правната рамка (включително разпоредби за работното време, режими на облагане на доходите на физическите лица и други), право на отпуски и почивка по време на празници и лични предпочитания за отход. Виж напр. O. Blanchard (2004), "The economic future of Europe", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 18, № 4, с. 3–26; или по-новото изследване в глава 3 на OECD (2008), *Economic Policy Reforms: Going for Growth*.

Прираст на населението, използване на работната сила и общо отработени часове

(средногодишно процентно изменение)

	Население в трудоспособна възраст (а)	Равнище на участие (б)	Равнище на заетост (в)	Отработени часове от един зает (г)	Използване на работната сила, сбор (б+в+г)	Общо отработе- ни часове, сбор (а+б+в+г)
еврозона						
1987–1997	0.4	0.2	-0.1	-0.3	-0.1	0.3
1998–2007	0.4	0.8	0.5	-0.4	0.8	1.2
САЩ						
1987–1997	1.0	0.2	0.1	-0.1	0.3	1.3
1998–2007	1.3	-0.3	0.0	-0.2	-0.4	0.9

Източници: Евростат и изчисления на ЕЦБ.

отработени часове, което е в контраст с динамиката в САЩ, където се наблюдава леко забавяне. Както показва таблицата, докато нарастването на общо отработените часове в еврозоната се ускорява през последните десет години в сравнение с предходните (от средно 0.3% годишно през 1987–1997 г. до 1.2% годишно през 1998–2007 г.), в САЩ то спада (от 1.3% до 0.9%). Независимо че в голямата си част ускорението в еврозоната може да бъде отдадено на по-ефективното използване на работната сила през този период, главните двигатели за това към днешна дата без съмнение може да бъдат открити в повишените равнища на участие на пазара на труд и на заетост. И все пак средно отработените часове от един зает продължават да спадат по-бързо в еврозоната, отколкото в САЩ.

Заклучителни бележки

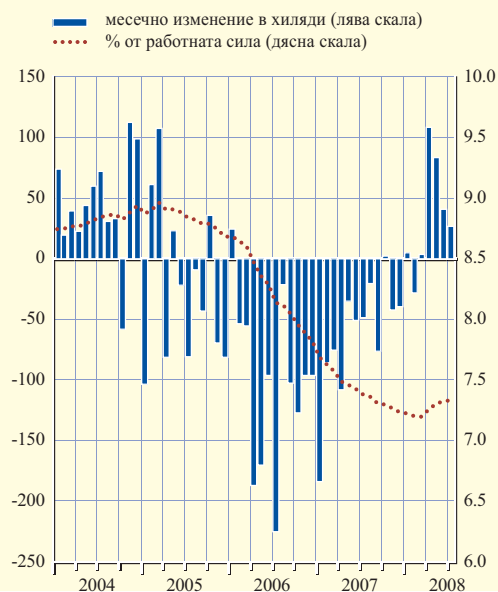
При анализа на тенденциите относно работното време е нужно да се има предвид, че те отчасти се дължат на институционални промени. Според международните стандарти работното време в еврозоната е на ниско ниво и предвид изгледите за застаряване на населението в еврозоната едно от основните предизвикателства ще бъде използването на работната сила така, че да се поддържа потенциал за растеж. Въпреки че нарастването в равнищата на заетост и на участие на пазара на труда в еврозоната спомогна за компенсиране на част от очевидната разлика спрямо САЩ по отношение нарастването на общо отработените часове, средно отработените часове в еврозоната продължават да следват по-бърза низходяща тенденция, отколкото в САЩ. Като положителни признаци за по-гъвкав пазар на труда в еврозоната обаче може да бъдат разглеждани нарастването на заетостта, особено на непълен работен ден, и по-големите възможности за различна продължителност на работното време при заетите на непълен работен ден. Тази по-голяма гъвкавост от своя страна увеличава възможностите на еврозоната за приспособяване при шокове.

БЕЗРАБОТИЦА

В началото на 2008 г. равнището на безработица след постоянен спад в предходни години слабо се повиши, като от 7.2% през първото тримесечие тя достига 7.3% през второто. През юли безработицата в еврозоната остава непроменена на ниво от 7.3% (виж графика 50). И все пак през юли броят на безработните се повишава за пети пореден месец, нараствайки с 25 000 души.

Графика 50 Безработица

(месечни данни; сезонно изгладени)



Източник: Евростат.

Въпреки слабото повишаване на равнището на безработица между първото и второто тримесечие на 2008 г. в еврозоната тя е ниска в ретроспективен план, като делът на незаемите е на равнища, които не са наблюдавани от 80-те години на миналия век. Общо подобренията на пазара на труда през последните години са благоприятни и за работещите младежи (15–24 г.). Независимо от това в повечето европейски държави безработицата сред младежите остава висока в сравнение с нивото ѝ в други възрастови групи. Освен очевидните социални последици тази тенденция вероятно ще бъде и един от факторите за ограничаване потенциалния растеж на еврозоната. В каре 10 е описана динамиката на пазара на труда по отношение на работещите младежи през последните години и са обсъдени възможни мерки на политиката в тази област, които могат да допринесат за подобрения в привличането на младежите на пазара на труд.

Каре 10

БЕЗРАБОТИЦА СРЕД МЛАДЕЖИТЕ В ЕВРОЗОНАТА

Безработицата сред младежите в повечето държави-членки от еврозоната се запазва на високо равнище в сравнение с безработицата при другите възрастови групи независимо от значителния си спад през последното десетилетие. В карето са описани тенденциите при безработицата сред младите хора в еврозоната през последните две десетилетия и се разглеждат факторите, обуславящи тези тенденции.

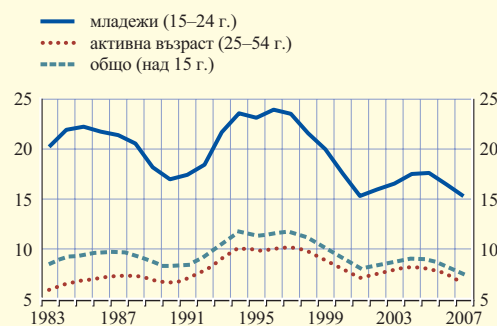
Въпреки цялостното подобрение безработицата сред младежите остава висока

През последното десетилетие бяха осъществени няколко структурни подобрения във функционирането на пазарите на труд в еврозоната, които бяха по-конкретно в полза на работещите младежи. След най-високата си стойност, регистрирана в средата на 90-те години, младежката безработица е намаляла значително, сливайки под равнището през 80-те години. Същевременно позицията на работещите младежи (15–24 години) на трудовия пазар се е подобрила в сравнение с работещите в активна възраст (25–54 години) през последните две десетилетия (виж графика А).

Все пак, независимо от тези подобрения на ниво еврозона като цяло, динамиката остава разочароваща в някои аспекти. Първо, през 2007 г. безработицата сред младежта в еврозоната остава повече от два пъти по-голяма от безработицата сред населението в активна възраст (25–54 години), т.е. 15.3% спрямо 6.6%. Второ, в значителна степен е засегната от дългосрочната безработица дори младежката работна ръка. Независимо от

Графика А Безработица в еврозоната по възрастови групи

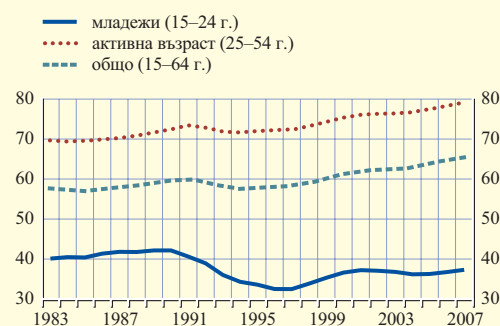
(безработни лица като процент от работната сила)



Източници: Евростат (Проучване на работната сила в ЕС) и изчисления на ЕЦБ.

Графика Б Заетост в еврозоната по възрастови групи

(наети лица като процент от населението)



Източници: Евростат (Проучване на работната сила в ЕС) и изчисления на ЕЦБ.

значителния спад в последното десетилетие през 2007 г. приблизително 1/4 от безработните на възраст 15–24 години са били без работа за повече от една година в еврозоната като цяло. Трето, вероятността младежи с ниско ниво на образование да не бъдат наети на работа остава много висока – 18.9%; освен това през последните две десетилетия безработицата при тях е намаляла в значително по-малка степен от безработицата при високообразованите младежи. Четвърто, въпреки че безработицата сред младежта в еврозоната като цяло спада, тя всъщност се е увеличила в пет държави от еврозоната, и по-конкретно в Германия, Франция, Люксембург, Австрия и Финландия в периода 1983–2007 г. (виж таблицата).

Спадът в равнището на безработица сред младежите в еврозоната през последните две десетилетия е съпътстван от общ спад в равнището на заетостта сред младите хора (виж графика Б). Въпреки че броят на наетите младежи е нараснал от началото на 90-те години насам, не се наблюдава връщане към нивата от 80-те години.¹ Това означава, че по-голям брой младежи или са в процес на обучение, или напълно са се отказали да търсят работа и са отпаднали от пазара на труд. Всъщност неактивността при младежите, т.е. делът на младежите, които не са нито безработни, нито наети, в периода 1983–2007 г. се е увеличила с 6.2 пр.п. до 56%.

Няколко фактора допринасят за спада в безработицата сред младежта

Определящите фактори за младежката безработица включват промени в икономическата среда, демографски промени, институции и политики на трудовия пазар и образователна система.² Проучванията по държави показват положителна връзка между дела на младите хора в общото население и равнището на безработица при младежите, т.е. при застаряващо население намаляващият дял на младите хора означава по-нисък риск от безработица за възрастните работници. Равнището на безработица сред младежите е свързано и с икономическата среда. Освен това образованието все по-често се оказва алтернатива на безработицата в няколко държави от еврозоната. Що се отнася до организацията на пазара

1 Младите хора от еврозоната работят предимно в сферата на услугите. В същото време сред наетите на непълен работен ден или на временен договор по-голям е дялът на младежите в сравнение с хората в активна възраст и тази разлика се е увеличила за последните две десетилетия. През 2007 г. приблизително 26% от заетите младежи са работили на непълен работен ден, като половината от всички заети младежи (49.9%) са били на временен договор.

2 Виж напр. D. B. Blanchflower and R. B. Freeman (2000), "Youth employment and joblessness in advanced countries", University of Chicago Press, Chicago.

**Безработица сред младежите и сред лицата в активна възраст
в държавите от еврозоната, 1983–2007 г.**

	Безработица сред младежите (15–24 г.)		Безработица сред лицата в активна възраст (25–54 г.)	
	Равнище (%) 2007 г.	Изменение (пр.п.) от 1983 г. до 2007 г.	Равнище (%) 2007 г.	Изменение (пр.п.) от 1983 г. до 2007 г.
Белгия	19.2	-4.7	6.8	-2.7
Германия	12.1	3.7	7.8	3.4
Ирландия	8.9	-12.5	4.0	-9.4
Гърция	22.0	-1.0	7.6	1.5
Испания	18.2	-22.3	6.9	-5.5
Франция	20.6	0.8	7.5	2.0
Италия	18.5	-10.4	5.0	0.7
Люксембург	14.9	9.0	3.4	1.4
Нидерландия	6.1	-15.0	2.5	-7.3
Австрия	8.0	3.8	4.2	1.3
Португалия	15.3	-0.3	7.8	3.1
Словения	7.9	п.а.	4.4	п.а.
Финландия	21.6	3.4	5.3	0.4
Еврозона	15.3	-4.9	6.6	0.6

Източници: Евростат (Проучване на работната сила в ЕС) и изчисления на ЕЦБ.

Забележка: Данните са за второто тримесечие, с изключение на данните за Франция и Австрия, които са за първото тримесечие. Безработицата сред младежите в Испания е за възрастовата група 16–24 г.

на труда, високите минимални заплати и законодателството за защита на заетостта вероятно оказват вредно влияние върху участието на младежите на пазара на труда. Освен това нарасналият брой младежи с професионално-техническа квалификация (средно специално образование) и в по-малка степен високите резултати, посочени в проучванията по Международната програма на ОИСР за оценка на образователните постижения (*OECD PISA*)³, имат отношение към по-ниския процент безработни сред младежите.⁴ Все пак тези констатации очевидно не могат да обхванат в пълна степен сложната взаимовръзка между образователните системи и явленията на пазара на труда.

Необходими са всеобхватни мерки на политиката за по-нататъшно намаляване на младежката безработица

Мерките на икономическата политика трябва да са насочени към повишаване на пригодността на младите хора за заетост с оглед по-нататъшно намаляване на прекомерно високите нива на безработица сред младежта. Това означава, че са необходими допълнителни промени в организацията на пазара и труда, тъй като законодателството за защита на заетостта, недостатъчно гъвкавата организация на работното време и механизмите, налагащи нееластичност при формирането на работните заплати, например минимална работна заплата, може да представляват бариера пред възможностите за работа на младите хора. Достигането на високо ниво на образование като правило играе ключова роля в подкрепа на заетостта сред младежите, особено в условията на нарастващо значение на технологичния напредък и засилено търсене на висококвалифициран труд. Правителствата могат да съдействат за гладкия преход на младите хора от учебното заведение към трудовия пазар, като осигурят добре функционираща образователна система, от една страна, и от друга, създадат делова среда, позволяваща достатъчна възвръщаемост на инвестициите в образование. Това ще засили стимулите за включване в подготовката на квалифицирани кадри, с което да се противодейства на тенденцията младите хора да отпадат от пазара, и по този начин ще допринесе за намаляване на риска от социална изолация.

³ Виж напр. *OECD (2007), Education at a glance, Paris*.

⁴ За повече подробности виж *N. Leiner-Killinger and R. Gomez Salvador, An analysis of youth unemployment in the euro area*, Тематични материали на ЕЦБ № 89, юни 2008 г.

4.3 ПЕРСПЕКТИВИ ПРЕД ИКОНОМИЧЕСКАТА АКТИВНОСТ

Икономиката на еврозоната понастоящем преживява период на по-слаба активност, характеризиращ се най-вече с високи цени на основните стоки, които понижават доверието на потребителите и търсенето и потискат прираста на инвестициите. Спадът на реалния БВП през второто тримесечие на 2008 г. (оценен на -0.2%) все пак представлява отчасти техническа реакция на силния растеж, наблюдаван през първото тримесечие (0.7%), когато преди всичко меките климатични условия в някои части на Европа засилват активността в строителството. Тази колебливост на тримесечните темпове всъщност преувеличава до известна степен забавянето в растежа на БВП.

В бъдеще се очаква период на постепенно възстановяване. По-конкретно, ако цените на петрола продължат да спадат от върховете си стойности през юли, те ще спомогнат за укрепване на реалния разполагаем доход при запазване на високото равнище на заетост и на ниското ниво на безработица, отчитани в исторически план. Освен това се очаква растежът на световната икономика да се запази относително стабилен, подкрепян основно от устойчивия растеж на възникващите икономики. Това ще спомогне за външното търсене на стоки и услуги от еврозоната, а оттам и за инвестициите. Тази перспектива е отразена също и в макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ от септември 2008 г. и предвижда среден годишен растеж на реалния БВП в границите между 1.1% и 1.7% през 2008 г. и между 0.6% и 1.8% през 2009 г. В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата от юни 2008 г. стойностите са занижени (виж каре 11).

Несигурността около тази прогноза за икономическия растеж остава висока и по принцип рисковете от спад преобладават. По-конкретно, рисковете произтичат от нови повишения на енергийните и продоволствените цени, които могат да понижат потреблението и инвестициите. Нещо повече, рискове за влошаване съществуват и поради възможностите за възникването на напрежения на финансовите пазари, които могат да засегнат реалната икономика по-тежко от предвижданото. Вероятността за възникване на неочаквани тенденции, породени от диспропорции в световен мащаб, както и опасенията за засилване на протекционизма също носят рискове относно перспективите за икономическата активност.

Каре 11

МАКРОИКОНОМИЧЕСКИ ПРОГНОЗИ НА ЕКСПЕРТИ НА ЕЦБ ЗА ЕВРОЗОНАТА

Въз основа на информацията, налична към 22 август 2008 г., експерти на ЕЦБ изготвиха прогнози за макроикономическото развитие в еврозоната¹. Според прогнозите средно-годишният растеж на реалния БВП ще бъде между 1.1 % и 1.7 % през 2008 г. и между 0.6% и 1.8 % през 2009 г. Предвижда се средният темп на прираст на общия хармонизиран индекс на потребителските цени (ХИПЦ) да бъде между 3.4 % и 3.6 % през 2008 г. и 2.3% и 2.9 % през 2009 г.

1 Макроикономическите прогнози на експерти на ЕЦБ допълват тези на експерти на Евросистемата, изготвяни на всеки шест месеца съвместно от експерти на ЕЦБ и на националните централни банки на страните от еврозоната. Използваните техники съответстват на техниките за разработването на прогнози от експерти на Евросистемата, описани в „Ръководство за макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата“ (*A guide to Eurosystem staff macroeconomic projection exercises*), ЕЦБ, юни 2001 г. За отразяване на несигурността, свързана с тези прогнози, се използват диапазони на колебания, представящи резултатите за всяка отделна променлива. Като се започне с настоящата прогноза, диапазонът на всяка променлива и всеки прогнозен хоризонт съответстват на вероятностен интервал от 75% въз основа на модел. Тази нова техника е представена в публикация на интернет страницата на ЕЦБ, озаглавена „Нова процедура за съставянето на прогнози от експертите на ЕЦБ“ (*New procedure for constructing ECB staff projection ranges*).

Технически допускания за лихвените проценти, обменните курсове, цените на суровините и фискалната политика

Техническите допускания за лихвените проценти и за цените на петрола и на неенергийните суровини се базират на пазарни очаквания към 14 август 2008 г.² Допускането за краткосрочните лихвени проценти е от чисто техническо естество. Тези лихвени проценти се определят чрез тримесечния *EURIBOR*, като пазарните очаквания се извеждат от фючърсните цени.³ Методологията предполага общо средно равнище на краткосрочните лихвени проценти от 4.8% за 2008 г. и 4.5% за 2009 г. Пазарните очаквания за номиналната доходност на 10-годишните държавни облигации на еврозоната са за равнище от 4.5% през 2008 г. и 4.6% през 2009 г. Базовата прогноза включва и допускането, че спредът на банковите кредити ще остане широк през прогнозния период, отразявайки съществуващото по-ясно осъзнаване на риска на финансовите пазари. Трендът на фючърсните пазари през двуседмичния период, приключващ на крайната дата, дава основание да се определят средни цени на петрола от 115.1 щ.д./барел през 2008 г. и 120.8 щ.д./барел през 2009 г. Очаква се международните цени на храните в щатски долари да се увеличат с 42.8% през 2008 г. и 6.9% през 2009 г. Цените на другите суровини (неенергийни и нехранителни) се очаква да се увеличат с 10.6% през 2008 г. и да се понижат с 1.8% през 2009 г.

Според техническото допускане през прогнозния период двустранните обменни курсове остават непроменени на средните равнища, които преобладават през двуседмичния период, завършващ на крайната дата. Това означава обменен курс *евро/щатски долар* от 1.53 през 2008 г. и 1.52 през 2009 г., и ефективен обменен курс на еврото, който през 2008 г. е средно с 6.1% по-висок от средната стойност за 2007 г., а през 2009 г. – с 0.2% по-нисък от средната стойност за 2008 г.

Допусканията за фискалната политика се основават на националните бюджетни програми на отделните страни от еврозоната, които са на разположение към 21 август 2008 г. Те включват всички мерки по политиката, които вече са приети от парламента или детайлно разработени и е вероятно да преминат през законодателна процедура.

Допускания по отношение на международната среда

След относително устойчиво първо полугодие на 2008 г. през втората половина на годината се очаква глобалната икономическа активност да се забави. Това е резултат най-вече на закъснелия ефект от високите цени на суровините и очакваната слаба инерция на растежа в САЩ, както и на съпътстващите го последици за други икономики, особено развитите. За разлика от това се предвижда силното вътрешно търсене да продължи да съдейства за растежа на икономиките с възникващи пазари. От началото на 2009 г. се очаква постепенно увеличаване и на световния икономически растеж, и на външното търсене на еврозоната. Като цяло, след като през 2007 г. средногодишният растеж на

2 Допусканията за цените на петрола и храните се основават на цените на фючърсите до края на 2009 г. Приема се, че цените на други суровини ще следват фючърсите до средата на 2009 г. и впоследствие ще се променят в съответствие с глобалната икономическа активност.

3 Като се започне с настоящата прогноза, пазарните очаквания сега се основават на *EURIBOR* фючърсните цени. Предходният метод, основаващ се на очакваните форуърдни лихвени проценти, от началото на финансовите сътресения през август 2007 г. все повече се отклоняваше от *EURIBOR* фючърсите в краткосрочна перспектива, поради което се счита, че вече не е така представителен за пазарните очаквания за бъдещото развитие на тримесечните *EURIBOR* лихвени проценти. Разликите между предходния и новия метод са документирани в методологична бележка в карето със заглавие „Макроикономически прогнози на експерти на ЕЦБ за еврозоната“ (*ECB staff macroeconomic projections for the euro area*) в *Месечен бюлетин*, март 2007 г.

световния реален БВП извън еврозоната достигна 5.1%, прогнозата е през 2008 г. да се забави до 4.1%, а през 2009 г. – до 3.7%. Очаква се прирастът на експортните пазари на еврозоната също да се забави от 6.4% през 2007 г. до 5.2% през 2008 г., преди да се възстанови на равнище от 5.7% през 2009 г.

Прогнози за растежа на реалния БВП

На фона на отслабващата външна активност, високия обменен курс на еврото и устойчивите високи цени на суровините прогнозата за годишния растеж на реалния БВП в еврозоната през 2008 г. е да спадне след растеж над потенциалния в продължение на две години. След равнище от 2.6% през 2007 г. средногодишният растеж на реалния БВП се предвижда да бъде между 1.1% и 1.7% през 2008 г. и между 0.6% и 1.8% през 2009 г. Очакваното забавяне на растежа на БВП през прогнозния период отразява по-слабия прираст на износа и намаленото вътрешно търсене. Очаква се застоят в застоята, по-високите цени на суровините и неблагоприятното въздействие от цените на акциите и жилищата да се отразят върху частното потребление. Предвижда се по-високите цени на финансиране, свиването на нормата на печалба, слабото търсене и обстановката на пазара на жилища в някои страни значително да задържат прираста на инвестициите. През 2009 г. прогнозираното повишаване на растежа на БВП се подкрепя от очакваното по-слабо поскъпване на суровините, както и от по-благоприятната външна среда.

Прогнози за цени и разходи

На годишна база през първата половина на 2008 г. ХИПЦ-инфлацията продължи да се покачва, като достигна 4.0% през юли 2008 г. Според последната моментна оценка на Евростат през август инфлацията се е понижила до 3.8%. Прогнозите предвиждат бавно понижаване на ХИПЦ-инфлацията, като средният темп на прираст на общия ХИПЦ се определя между 3.4% и 3.6% през 2008 г. Въз основа на съответните фючърси се очаква с времето прогнозните цени на петролните и непетролните суровини и тяхното прехвърляне върху потребителските цени да оказват по-малък натиск върху общото равнище на инфлацията. Що се отнася до вътрешния ценови натиск прогнозите се основават на очакването, че прирастът на заплатите, който от средата на 2007 г. насам бележи значително увеличение, през тази година ще продължи да нараства в резултат от по-благоприятните колективни трудови договори както в частния, така и в публичния сектор.

Таблица А Макроикономически прогнози за еврозоната

(средногодишно процентно изменение)^{1), 2)}

	2007	2008	2009
ХИПЦ	2.1	3.4–3.6	2.3–2.9
Реален БВП	2.6	1.1–1.7	0.6–1.8
Потребление на частния сектор	1.6	0.5–0.9	0.6–1.6
Потребление на сектор <i>Държавно управление</i>	2.3	1.5–1.9	1.3–1.9
Брутно образуване на основен капитал	4.4	0.9–2.3	-0.7–2.1
Износ (стоки и услуги)	6.1	2.9–4.5	2.4–4.6
Внос (стоки и услуги)	5.4	2.4–3.8	2.0–5.0

1) Прогнозите за реалния БВП и неговите компоненти се отнасят за календарно изгледани данни. Предвижданията за износа и вноса включват търговията в рамките на еврозоната.

2) Словакия е включена като част от еврозоната в обхвата на прогнозите за 2009 г. Средногодишното процентно изменение за 2009 г. е базирано на състав на еврозоната, който през 2008 г. вече включва и Словакия.

Този факт, съчетан с допълнителния ефект от цикличния спад на производителността на труда, съществено допринася за нарастването на разходите за труд на единица продукция през 2008 г. Очаква се обаче натискът на разходите за труд на единица продукция да бъде компенсиран от динамиката на нормата на печалба през 2008 г. в съответствие с влошените перспективи за икономическата активност. През 2009 г. се очаква ХИПЦ-инфлацията да бъде между 2.3% и 2.9%. Тази прогноза почива на очакването, че разходите за труд на единица продукция ще спаднат с по-слабото нарастване на заплатите през 2009 г., реагирайки със закъснение спрямо намаляващата икономическа активност, докато с течението на икономическия цикъл производителността се повиши.

Съпоставка с прогнозите от юни 2008 г.

В сравнение с макроикономическите прогнози на експерти на Евросистемата, публикувани в *Месечен бюлетин*, юни 2008 г., очакваните за 2008 г. и 2009 г. диапазони на растежа на реалния БВП са коригирани надолу въз основа на последните данни, сочещи влошени краткосрочни икономически перспективи, особено що се отнася до вътрешното търсене.

Прогнозните диапазони за годишния темп на прираст на общия ХИПЦ през 2008 г. и 2009 г. сега са в горната част на предишните в резултат предимно на цените на енергията и в по-малка степен на цените на храните и услугите, които са по-високи от заложените в прогнозите от юни 2008 г.

Таблица Б Съпоставка с прогнозите от юни 2008 г.

(средногодишно процентно изменение)

	2007	2008	2009
Реален БВП – юни 2008 г.	2.7	1.5–2.1	1.0–2.0
Реален БВП – септември 2008 г.	2.6	1.1–1.7	0.6–1.8
ХИПЦ – юни 2008 г.	2.1	3.2–3.6	1.8–3.0
ХИПЦ – септември 2008 г.	2.1	3.4–3.6	2.3–2.9

5 ПУБЛИЧНИ ФИНАНСИ

Перспективите за публичните финанси в еврозоната сигнализират за влошаване на бюджетното салдо на сектор Държавно управление. То е предизвикано основно от спада в държавните приходи, който отразява, от една страна, дискреционно намаляване на данъците, и от друга страна, по-неблагоприятна макроикономическа среда. Правителствата на държавите в еврозоната, които още не са постигнали средносрочните си бюджетни цели, трябва да се погрижат в проектозаконите за бюджета за 2009 г. да бъдат включени необходимите корективни мерки, за да се осигури напредък във фискалната консолидация, предимно в разходната част. Страните, които са изпълнили средносрочните си цели, би трябвало да поддържат стабилни структурни позиции. В това отношение уроците от миналото показват, че превишението на разходите често става причина държавите в еврозоната да не се справят с обявените си бюджетни цели. Следователно усилията трябва да са основани на надеждни и добре формулирани средносрочни стратегии и по-строг контрол върху разходите.

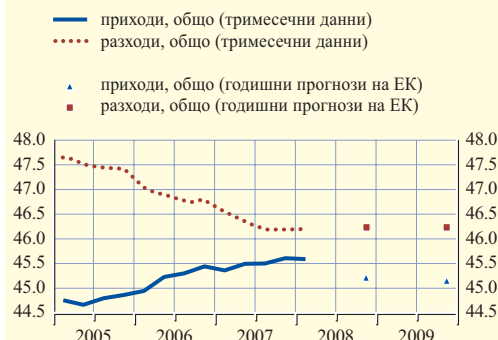
ПУБЛИЧНИ ФИНАНСИ И ПЕРСПЕКТИВИ ЗА 2008 г.

Последните тримесечни статистически данни за държавните финанси, които обхващат периода до първото тримесечие на 2008 г., потвърждават, че след спад в продължение на четири години дефицитът на сектор Държавно управление в еврозоната отново започва да нараства през тази година, каквито бяха очакванията на Европейската комисия и на други международни институции от пролетта на 2008 г. Данните за еврозоната показват, че силното нарастване на държавните приходи, наблюдавано в предходни години в контекста на общо благоприятна макроикономическа среда, се забавя с устойчиви темпове от първото тримесечие на 2007 г. насам. Очаква се през тази година то да продължи да се забавя. За разлика от приходите правителствените разходи нарастваха с по-умерен темп, но се предвижда в близко бъдеще да се увеличават по-динамично (виж графика 51). Перспективите за бюджета зависят главно от влошаващата се макроикономическа среда, но също и от дискреционно намаляване на данъците и социалноосигурителните вноски.

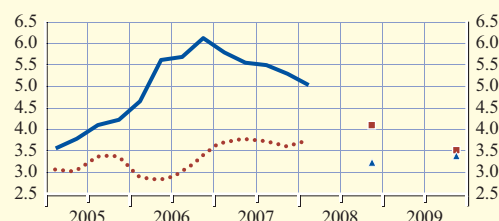
Фискалната политика в еврозоната се предвижда да бъде експанзионистична през 2008 г. по отношение на изменението на циклично коригираното първично бюджетно салдо. Съотношението на държавния дълг в еврозоната ще продължи да спада независимо от намаляването на първичния излишък. Като цяло неотдавнашното подобрение в публичните финанси, довело до отменянето на всички процедури при прекомерен дефицит за държави-членки от еврозоната, сега изглежда да върви към своя край и през 2008 г. е възможно да настъпи обрат.

Графика 51 Тримесечна финансова статистика на сектор Държавно управление и прогнози, еврозона

а) Плъзгаща се сума за 4 тримесечия на дълговото съотношение



б) Годишен процентен темп на растеж в номинално изражение на плъзгаща се сума за 4 тримесечия



Източник: Изчисления на ЕЦБ, базирани на данни от Евростат и национални данни, Европейска комисия.

Забележка: Графиките показват развитието на общите приходи и общите разходи като плъзгаща се сума за 4 тримесечия за периода от първото тримесечие на 2005 г. до първото тримесечие на 2008 г., плюс годишните прогнози за 2008 г. и 2009 г. в проучването на Европейската комисия от пролетта на 2008 г.

ТЕКУЩИ ПРОМЕНИ В БЮДЖЕТА И ПЛАНОВЕ ЗА 2009 Г. И СЛЕДВАЩИТЕ ГОДИНИ

При тези условия няколко държави в еврозоната е възможно да изпитат трудности при постигане на бюджетните задачи, включени в осъвременените им програми за стабилност от края на 2007 г. и началото на 2008 г., макар че в някои случаи тези задачи не са амбициозни. Някои държави обявиха, че ще ревизират бюджетните си задачи за 2008 г., за да отразят промените в макроикономическата среда. Влошените икономически перспективи също оказаха влияние върху бюджетните планове за 2009 г. и следващите години. Повечето държави в момента подготвят проектобюджетите си за 2009 г. и осъвременяват средносрочните си планове. Тъй като обаче информацията относно бюджетните планове все още не е пълна, на този етап оценката за перспективата пред публичните финанси е предварителна. Тук прегледът на динамиката и планове за бюджета се отнася само за най-големите държави в еврозоната и за държавите, чиито бюджетни перспективи са претърпели основни промени.

В Германия Министерството на финансите публикува през юли федералния проектобюджет, както и референтни стойности за средносрочния фискален план. Според тези осъвременени прогнози, които са съобразени с по-умерен икономически растеж, федералните разходи през периода 2009–2011 г. се очаква да бъдат малко по-високи от предвидените в миналогодишния фискален план главно поради увеличаването на разходите в сферата на защитата срещу глобалното затопляне и на пътната инфраструктура. Правителството обаче очаква допълнителните разходи частично да бъдат компенсирани от по-високите постъпления например от продажбата на сертификати за емисии на въглероден диоксид и от планираното увеличение на пътните такси за тежкотоварните моторни превозни средства. Целта за постигането на балансирано бюджетно салдо на федералното правителство до 2011 г. беше потвърдена. Прогнозите за бюджетното салдо на сектор *Държавно управление* през 2008 г. бяха осъвременени в посока нагоре – от дефицит, възлизащ на 0.5% от БВП, до позиция близка до баланс. Очаква се бюджетът на сектор *Държавно управление* да се приближи до равновесна позиция през 2009 г. и да продължи да се подобрява от 2010 г. нататък съобразно целите, предвидени в осъвременената програма за стабилност от декември 2007 г.

Във Франция правителството прие през юли поредица от мерки, засягащи стоковите пазари, данъчното облагане и трудовото законодателство, чиято цел е модернизиране на икономиката и увеличаване на броя работни часове. Според оценките на правителството тези мерки ще увеличат потенциалния растеж на БВП и ще намалят инфлацията; но понастоящем не е ясно какво ще бъде въздействието им върху бюджета. По-нататъшни промени в данъчната система, социалноосигурителните вноски и социалните плащания може да бъдат предвидени в проектозакона за бюджета, който ще бъде представен в края на септември 2008 г., макар че подробностите и сроковете все още са доста неясни. Поради отрицателния растеж на реалния БВП, регистриран през второто тримесечие на 2008 г., и нарастващите опасения относно перспективите за бюджета през 2008 г. правителството отново ревизира нагоре целта си за дефицит на сектор *Държавно управление*, възлизащ на 2.5% от БВП през 2008 г., и по-нататъшно намаление до 2% през 2009 г. Преди няколко месеца тези цели бяха ревизирани в посока нагоре до 2.3% от БВП за 2008 г. и 1.7% за 2009 г. в осъвременената програма за стабилност от края на 2007 г. Средносрочната цел на Франция за балансиран бюджет няма да бъде постигната до 2012 г.

В Италия парламентът одобри през август тригодишен фискален пакет с мерки за намаляване на дефицита, които обхващат както приходите, така и разходите, до около 2% от БВП с

натрупване за периода 2009–2011 г. През 2009 г. са предвидени мерки главно за увеличаване на корпоративните данъци за петролните компании, застрахователните дружества и банките. Намаляване на разходите е планирано главно за периода 2010–2011 г. и би трябвало да бъде постигнато чрез ограничаване на разходите на сектор *Централно държавно управление*, здравеопазването и местното управление. По-специално фондът *Работна заплата* в публичния сектор ще бъде контролиран посредством затягане на ограниченията по отношение на заместването на напуснали служители и на отделянето на средства за подновяване на трудови договори. Освен това през тригодишния период ще бъде извършено поетапно намаляване на публичните инвестиции с около 1 пр.п. от БВП. Въпреки че в програмата за стабилност правителството ревизира в посока надолу прогнозите си за растежа на реалния БВП за 2008 г. от 1.5% на 0.5%, то очаква фискалният пакет да доведе до намаляване на дефицита на сектор *Държавно управление*, като целта е той да достигне 2.5% от БВП през 2008 г., 2% от БВП през 2009 г., 1% от БВП през 2010 г. и 0.1% от БВП през 2011 г. Тези цели са по-малко амбициозни в сравнение с предвидените в последно осъвременената програмата за стабилност за 2008 г. (2.2% от БВП) и 2009 г. (1.5% от БВП), а целта, свързана с постигането на балансирано структурно салдо за 2011 г., беше потвърдена.

В Испания значителният бюджетен излишък на сектор *Държавно управление*, постигнат през 2007 г. (2.2% от БВП), вероятно ще се превърне в дефицит през 2008 г., като се има предвид неотдавнашната драстична ревизия в посока надолу в прогнозната икономическа активност, представена от правителството през юли (прогнозният растеж на реалния БВП беше ревизиран до 1.6% от 3.3% в осъвременената в края на 2007 г. програма за стабилност), макар че целта за излишък на сектор *Държавно управление* от 1.2% от БВП все още не е ревизирана официално. Влошаването на перспективите за публичните финанси е свързано главно със забавянето на икономиката, но също и с пакета от дискреционни фискални стимули, одобрен от правителството през април. Тези мерки, заедно с отложеното въздействие на реформата на данъчното облагане върху личните и корпоративните доходи, одобрена през 2007 г., могат да доведат до загуба на приходи, равняваща се на над 1% от БВП през 2008 г., и до допълнителни загуби през 2009 г. Освен това значителна несигурност предизвиква преходният характер на съществена част от силния прираст на държавните приходи, наблюдаван през последните години (поради подема в сделките с недвижими имоти). Правителството възнамерява да прибегне до допълнителни мерки, свързани с фискалната политика през периода 2008–2009 г., чието въздействие е трудно да бъде определено в настоящия момент.

В Ирландия правителството понастоящем отчита значително по-ниски от очакваните приходи от данъци за 2008 г. поради голямото забавяне на икономическата дейност, предизвикано от много по-слабия жилищен пазар. В резултат от резкия спад в данъчните постъпления, придружен от нарастващ натиск на разходите главно поради по-високата безработица, през юли ирландското правителство предвижда дефицит от 2.75% от БВП за 2008 г., спрямо дефицит от 0.9%, определен в програмата за стабилност от декември 2007 г. Макар че се съобщава за предстоящи корективни мерки и се обмислят допълнителни мерки, все още съществува сериозен риск, че Ирландия няма да достигне референтната стойност от 3% от БВП.

НЕОБХОДИМОСТ ОТ ЗАТЯГАНЕ НА КОНТРОЛА ВЪРХУ ДИНАМИКАТА НА РАЗХОДИТЕ

Последните данни, базирани на тримесечната статистика на публичните финанси, и неотдавнашната динамика на бюджета, наблюдавана в няколко държави в еврозоната, показват, че прирастът на правителствените приходи бързо спада, отразявайки изчерпването

на извънредните приходи от предишните две години. Това особено ясно се забелязва в Испания и Ирландия, където нарастването на правителствените приходи намалява по-осезателно от предвижданото, предизвиквайки сериозни ревизии в бюджетните планове. Факторите, обуславящи изчерпването на извънредните приходи, са свързани главно със забавянето в макроикономическа среда и с приключването на подема в сделките с недвижими имоти в отделни държави.

За съжаление някои държави са използвали част от получените през предишни периоди извънредни приходи за финансиране на нарастващи разходи или за намаляване на данъците вместо за ускоряване на редуцирането на дефицита и дълга с цел по-бързо постигане на средносрочните си цели. По този начин те са стеснили възможностите си за маневри в бюджета през тази и през следващите години.

В отговор на цикличния спад държавите, които са постигнали средносрочните си цели, могат да оставят автоматичните стабилизатори да действат свободно и изцяло, поддържайки междувременно стабилни структурни позиции. Колкото повече държави в еврозоната са в такова положение, толкова по-голяма възможност ще имат автоматичните стабилизатори на ниво еврозона да действат свободно и по този начин да отслабят цикличните колебания в икономиката.

Що се отнася до държавите, които все още не са успели да постигнат средносрочните си цели, предвидимото влошаване на публичните финанси изисква по-голям напредък във фискалната консолидация. В настоящия момент в отсъствие на корективни мерки относително големият дефицит на сектор *Държавно управление*, очакван в няколко европейски държави, не предоставя достатъчни граници на безопасност за 2008 г. и следващите години. Няколко държави дори са изправени пред риска да надхвърлят референтната стойност от 3% от БВП, залегнала в Пакта за стабилност и растеж. Тази перспектива накара Европейската комисия да отправи на 28 май 2008 г. препоръка по отношение на икономическата и бюджетната политика на Франция.

От съществена важност е придържането към плановите за съкращаване на разходите, обявено в програмите за стабилност на някои държави. Опитът показва, че действителните бюджетни резултати се отклоняват от плановите, представени в програмите за стабилност, и според един подробен анализ на Европейската комисия това се дължи на превишение на разходите¹. Постоянното превишение на разходите над планираните е широко разпространено явление в държавите от еврозоната.

В светлината на този анализ всички държави от еврозоната би трябвало да затегнат контрола върху динамиката на разходите си. Ограничаването на разходите може да бъде ефективно, ако е основано върху надеждни и добре обмислени правила със средносрочен обхват. Силните местни бюджетни институции, които поддържат спазването на ангажиментите към ЕС, също са от ключово значение за предотвратяването на нееднократни превишения на разходите и за поддържане на бюджетна дисциплина. По-общо казано, подобрението в качеството на публичните разходи, и най-вече в ефективността на публичната администрация и на публичните услуги би трябвало да въздейства благоприятно върху макроикономиката и бюджета.

1 Виж Европейска комисия, *Public finances in EMU – 2008*, каре I.3.1, с. 40–41.

6 ДИНАМИКА НА ОБМЕННИТЕ КУРСОВЕ И ПЛАТЕЖНИЯ БАЛАНС

6.1 ОБМЕННИ КУРСОВЕ

След поскъпването си в началото на 2008 г. еврото като цяло се стабилизира, а от началото на август доста рязко понижи стойността си. На 3 септември 2008 г. в ефективно изражение еврото застана на равнище с 4.5% по-високо от средното за 2007 г.

ЕФЕКТИВЕН ОБМЕНЕН КУРС НА ЕВРОТО

Динамиката на обменния курс на еврото от началото на 2008 г. отразява предимно промени в пазарните очаквания, свързани с относителната устойчивост на основните икономически зони към наблюдаваното забавяне на световната икономика. Положителната пазарна оценка за относителните икономически перспективи на еврозоната, изглежда, преобладава през март и през по-голямата част от април, когато еврото достигна върховата си стойност (23 април 2008 г.). Единната валута след това се колебаеше без ясно очертан тренд в продължение на няколко месеца около нива, сравнително по-ниски от най-високата му стойност. През август еврото поевтиня в ефективно изражение, предимно като отражение от рязкото му поевтиняване спрямо щатския долар след преценка на икономическата ситуация в САЩ в съпоставка с другите основни икономически зони. На 3 септември 2008 г. номиналният ефективен обменен курс на еврото, измерен спрямо валутите на 22 от значимите търговски партньори на еврозоната, бе с 2.1% под нивото си от края на май и с 4.5% по-висок от средното за 2007 г. равнище (виж графика 52).

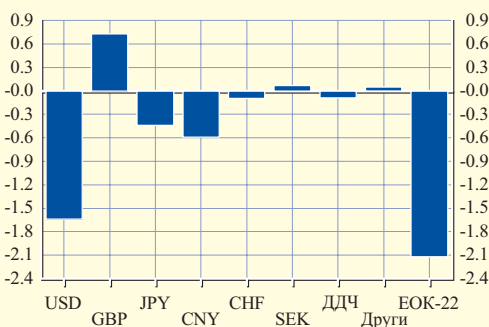
Графика 52 Ефективен обменен курс на еврото и неговата структура¹⁾

(дневни данни)



Принос за изменението на ЕОК²⁾

30 май 2008 г. – 3 септември 2008 г.
(пр.п.)



Източник: ЕЦБ.

1) Движението на индекса нагоре представя поскъпване на еврото спрямо валутите на основните търговски партньори от еврозоната и спрямо всички държави – членки на ЕС извън еврозоната.

2) Приносът за изменението на ЕОК-22 е показан поотделно за валутите на шестте основни търговски партньори на еврозоната. Категорията Други държави-членки (ДДЧ) се отнася за агрегирания принос на валутите на държавите-членки извън еврозоната в индекса ЕОК-22. Категорията Други се отнася за агрегирания принос на шестте основни търговски партньори на еврозоната в индекса ЕОК-22. Изменението се изчислява, като се използват съответните общи тегла на търговия в индекса ЕОК-22.

През август еврото поевтиня в ефективно изражение, предимно като отражение от рязкото му поевтиняване спрямо щатския долар след преценка на икономическата ситуация в САЩ в съпоставка с другите основни икономически зони. На 3 септември 2008 г. номиналният ефективен обменен курс на еврото, измерен спрямо валутите на 22 от значимите търговски партньори на еврозоната, бе с 2.1% под нивото си от края на май и с 4.5% по-висок от средното за 2007 г. равнище (виж графика 52).

Графика 53 Номинален и реален ЕОК на еврото¹⁾

(месечни/тримесечни данни; индекс 1 тр. 1999 г. = 100)



Източник: ЕЦБ.

1) Движението на индекса ЕОК-22 нагоре представя поскъпване на еврото. Последните месечни данни са за август 2008 г. За реалния ЕОК-22, базиран на РТЕППП, последните наблюдения са за първото тримесечие на 2008 г. и се основават отчасти на оценки.

Поевтиняването на еврото в ефективно изражение през последното тримесечие е доста широкообхватно, като обменният му курс спадна спрямо валутите на повечето търговски партньори. По-значими изключения правят шведската крона, спрямо която еврото поскъпна с 1.5%, британската лира (3.5%), корейският вон (4%) и австралийският долар (7.0%). Що се отнася до показателите за международна конкурентоспособност на цените и разходите в еврозоната на база на динамиката на потребителските цени и на цените на производител, през август 2008 г. реалният ефективен обменен курс на еврото, средно за двата ценови показателя, бе с около 4% над средното за 2007 г. ниво (виж графика 53).

ШАТСКИ ДОЛАР/ЕВРО

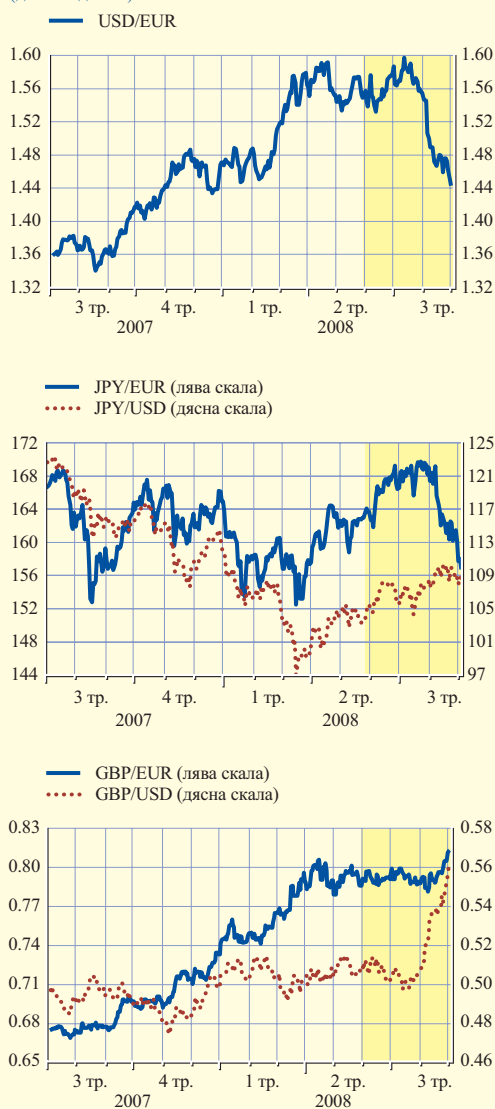
След общо стабилизиране от края на ноември 2007 г. до началото на февруари 2008 г. еврото поскъпна с доста бързи темпове. Това на първо място отразяваше пазарните очаквания за растящи лихвени диференциали, свързани с признаци за по-голяма относителна устойчивост на икономиката на еврозоната към забавянето на световната икономика. Единната валута стигна поредица от исторически високи стойности спрямо щатския долар на 23 април и на 15 юли 2008 г., като се търгуваше срещу 1.599 щ.д. В началото на август обаче еврото доста рязко поевтиня спрямо щатския долар, главно във връзка с променените усещания за сравнителните икономически перспективи на САЩ и на еврозоната. На 3 септември 2008 г. еврото се разменяше срещу 1.44 щ.д., т.е. с 6.9% под нивото си от края на май и с 5.4% над средното за 2007 г. (виж графика 54).

ЯПОНСКА ЙЕНА/ЕВРО

От началото на 2008 г. еврото се колебае в доста широки граници спрямо японската йена – в диапазона 152–169 йени за евро. То поевтиня бързо през януари, след което общо се стабилизира. В края на март обаче започна да поскъпва и този тренд продължи до началото на август. След това преоценката на сравнителните перспективи за растеж на различните икономически зони явно е повлияло и на обменния курс *японска йена/евро*, водейки до поевтиняване на еврото. Колебливостта на обменния курс очевидно е отражение не само на променящите се пазарни нагласи за относителните икономически перспективи, но и на пазарните очаквания за колебливостта на цените на активите. Пазарните нагласи влияят върху очакваната рентабилност на опера-

Графика 54 Динамика на обменните курсове

(дневни данни)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Секторът с по-наситен цвят в графиката се отнася за периода от 30 май 2008 г. до 3 септември 2008 г.

циите „търговия за пренос“, т.е. сделки, при които се заемат средства в нискодоходна валута (каквато е например йената) и се инвестират във високодоходна валута. Колебливостта на валутния курс *японска йена/евро* демонстрира необичайно широки колебания от лятото на 2007 г., достигайки най-високо ниво през март 2008 г., след което през лятото спада до средното си равнище от 1999 г. насам. Като цяло, намаляването в очакваната колебливост на обменния курс засилва привлекателността на йената като валута за финансиране, упражнявайки натиск надолу върху нейната стойност спрямо еврото, и обратно. През последните три месеца еврото поевтинява спрямо йената и на 3 септември 2008 г. се търгува срещу 156.75 японски йени, т.е. с 4.3% под нивото от края на май и с 2.8% под средното ниво за 2007 г. (виж графика 54).

ВАЛУТИ НА ДЪРЖАВИТЕ – ЧЛЕНКИ НА ЕС

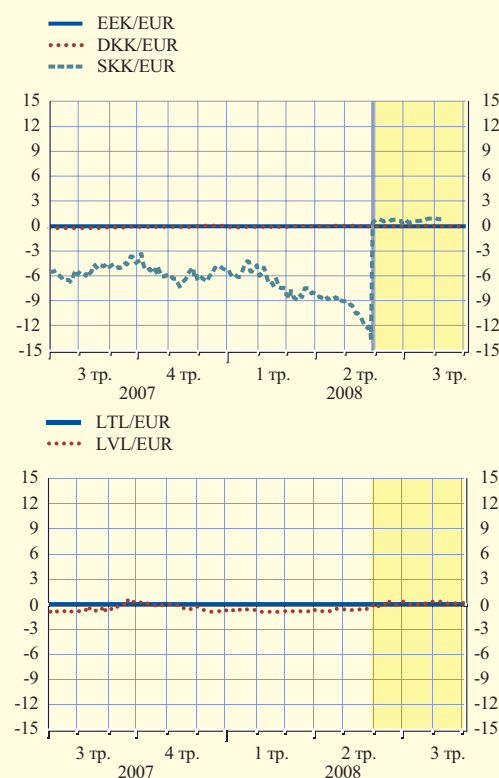
През първите осем месеца на 2008 г. повечето валути, участващи във ВМ II, останаха стабилни спрямо еврото и продължиха да се търгуват близо или по съответните си централни курсове (виж графика 55). Изключение бе словашката крона, спрямо която еврото поевтиняваше до края на май 2008 г., когато централният ѝ курс в рамките на ВМ II бе ревизиран със 17.6472%, в сила от 29 май. На 3 септември 2008 г. словашката крона се разменяше по курс 30.29 сл. кр. за евро, т.е. с 0.5% по-високо от новия ѝ централен курс, определен Съвета на ЕС на 8 юли 2008 г.

От другите валути, участващи във ВМ II (датска крона, естонска крона, литовски литаз и латвийски лат), само латвийският лат регистрира известно колебание. Макар че латвийският лат остана в горния край на диапазона на колебание, той се придвижи постепенно по-близо до централния си курс. На 3 септември 2008 г. латвийският лат се търгува много близо до централния си курс по ВМ II.

По отношение на валутите на други държави – членки на ЕС, неучастващи във ВМ II, от февруари до април 2008 г. еврото поскъпна спрямо британската лира, вероятно отразявайки притесненията на пазарните участници относно изгледите за британската икономика и уязвимостта на британската финансова система към световните финансови сътресения. След общо стабилизиране в края на август еврото отново започна да поскъпва спрямо британската лира в отражение на спадащо доверие на пазара в силата на британската икономика. Еврото поскъпна и с 1.5% спрямо шведската крона в периода от края на май до

Графика 55 Динамика на обменните курсове във ВМ II

(дневни данни; отклонение от централния паритет, пр.п.)



Източник: ЕЦБ.

Забележка: Положително (отрицателно) отклонение от централния паритет спрямо еврото означава, че валутата е от долния/горния край на диапазона. За датската крона диапазонът на колебание е $\pm 2.25\%$; за всички други валути се прилага стандартният диапазон от $\pm 15\%$.

1) Отвесната линия се отнася за 29 май 2008 г., когато централният курс на словашката крона е ревалоризиран от 35.4424 на 30.1260 SKK/EUR.

3 септември. И обратно, то поевтиня с 2.3%, 1.2% и 1.0% съответно спрямо румънската лея, чешката крона и унгарския форинт.

ДРУГИ ВАЛУТИ

Еврото поевтиня спрямо швейцарския франк през първите три месеца на 2008 г., възстанови отчасти позициите си през април и през май, след което се стабилизира. На 3 септември 2008 г. то се разменяше за 1.61 шв. фр., т.е. с 1.4% по-ниско от края на май. Динамиката на еврото спрямо швейцарския франк явно е свързана с използването, респ. неизползването, на франка в операциите „търговия за пренос“, тъй като той, както и японската йена, също играе ролята на валута за финансиране в този вид финансови операции.

От края на май до 3 септември 2008 г. еврото поскъпна с 1.3% спрямо норвежката крона. Единната валута отслаби позициите си спрямо валутите на основните търговски партньори от Азия, с изключение на корейския вон, спрямо който поскъпна с 4%. От края на май еврото поевтиня с 8.2% спрямо китайския ренминби юан и с 1.9% спрямо сингапурския долар.

6.2 ПЛАТЕЖЕН БАЛАНС

Текущата сметка с натрупване за 12 месеца до юни 2008 г. отчита дефицит от 19.6 млрд. евро (0.2% от БВП), спрямо излишък от 19.0 млрд. евро година по-рано. Това се дължи главно на нарастване на дефицита при текущите трансфери и по-малък излишък при стоките. Във финансовата сметка общо преките и портфейлните инвестиции отчитат нетни изходящи потоци от 54.3 млрд. евро с натрупване за 12-месечния период до юни 2008 г. спрямо нетни входящи потоци от 200.4 млрд. евро година по-рано. Тази промяна се дължи най-вече на по-малките нетни покупки на ценни книжа на еврозоната от страна на инвеститори-нерезиденти.

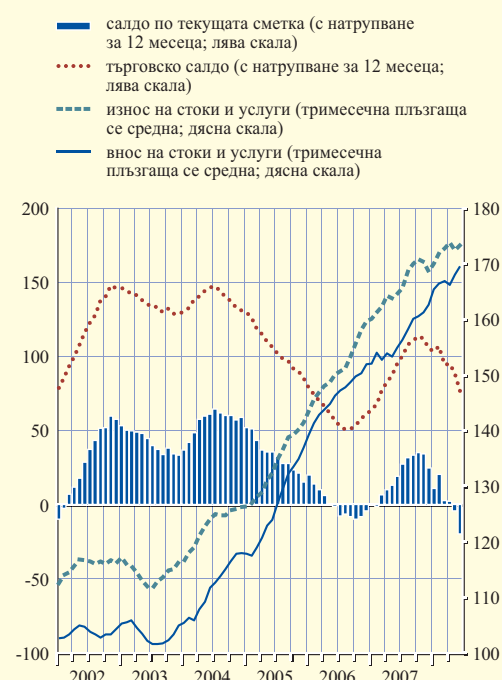
ТЪРГОВИЯ И ТЕКУША СМЕТКА

През юни 2008 г. за втори пореден месец текущата сметка с натрупване за 12 месеца отчита дефицит, който достига 19.6 млрд. евро (календарно и сезонно изгладени данни) и се равнява на 0.2% от БВП, спрямо излишък от 19 млрд. евро година по-рано. Тази промяна се дължи предимно на растящ дефицит при текущите трансфери, свиване на излишъка при стоките и обрат от излишък към дефицит в салдото по сметка *доход*, като само незначителна част от тях се компенсират от увеличение в излишъка при услугите (виж графика 56).

Почти двойното нарастване на дефицита при текущите трансфери с натрупване за 12 месеца от началото на 2003 г. насам (94.8 млрд.

Графика 56 Салдо по текущата сметка и търговско салдо на еврозоната

(млрд. евро; месечни данни; сезонно изгладени)



Източник: ЕЦБ.

Таблица 9 Основни показатели в платежния баланс на еврозоната

(сезонно изгладени данни, ако не е посочено друго)

	2008 май	2008 юни	2007 септ.	3-месечна плъзгаща се средна окончателни данни		2008 юни	с натрупване за 12 месеца окончателни данни	
				2007 дек.	2008 март		2007 юни	2008 юни
млрд. евро								
Текуща сметка	-5.5	-8.2	3.3	-1.4	-4.3	-4.1	19.0	-19.6
Стоки	-2.2	-2.0	5.2	2.0	0.7	1.0	50.5	26.8
Износ	130.7	131.3	128.1	127.2	131.1	132.6	1457.3	1556.8
Внос	132.9	133.3	122.9	125.1	130.4	131.6	1406.7	1530.0
Услуги	3.2	1.5	4.7	4.0	5.2	2.8	44.5	49.8
Износ	40.7	40.1	41.9	41.5	41.7	40.8	462.5	497.4
Внос	37.5	38.6	37.2	37.5	36.5	38.0	418.0	447.7
Доход	-0.7	-1.2	0.8	0.8	-0.7	-1.3	4.1	-1.4
Текущи трансфери	-5.8	-6.5	-7.4	-8.3	-9.4	-6.5	-80.0	-94.8
Финансова сметка ¹⁾	45.3	15.7	32.5	-26.8	6.4	26.4	83.6	115.4
Преки и портфейлни инвестиции, нето	13.5	32.2	8.1	-22.2	-10.5	6.5	200.6	-54.3
Преки инвестиции, нето	-8.8	-22.0	-13.6	-1.4	-34.9	-17.7	-171.6	-203.2
Портфейлни инвестиции, нето	22.2	54.2	21.7	-20.8	24.5	24.2	372.2	148.9
Капиталови инструменти	6.6	6.7	8.6	-16.1	30.9	-3.1	237.6	61.1
Дългови инструменти	15.7	47.5	13.1	-4.7	-6.5	27.3	134.6	87.8
Облигации	37.2	19.6	2.6	7.6	13.6	19.5	182.7	130.2
Инструменти на паричния пазар	-21.5	27.9	10.5	-12.3	-20.1	7.8	-48.1	-42.4
процентно изменение спрямо предходния период								
Стоки и услуги								
Износ	-3.2	-0.0	3.3	-0.8	2.4	0.3	10.9	7.0
Внос	2.4	0.9	3.4	1.6	2.6	1.6	8.9	8.4
Стоки								
Износ	-3.7	0.4	3.1	-0.7	3.1	1.1	11.7	6.8
Внос	3.3	0.3	4.0	1.8	4.2	0.9	9.0	8.8
Услуги								
Износ	-1.6	-1.5	3.8	-0.9	0.4	-2.2	8.2	7.5
Внос	-0.6	2.9	1.3	1.0	-2.8	4.0	8.8	7.1

Източник: ЕЦБ.

Забележка: В резултат на закръгляване сумите може да не се равняват.

1) Сумите се отнасят за салдата (нетните потоци). Положителният знак показва нетни входящи потоци, а отрицателният – нетни изходящи потоци. Сезонно неизгладени данни.

евро) се дължи главно на дефицитите към институциите на ЕС и държавите извън групата на Г-10, нечленуващи в Европейския съюз, и до голяма степен е обусловено от изходящи потоци чуждестранни помощи и парични преводи на работници за чужбина. Свиването на излишъка при стоките (с 23.7 млрд. евро за 12-месечния период до юни 2008 г. в сравнение със същия период година по-рано) е по-скорошно явление, което се дължи главно на комбинирания ефект от по-слабия износ и силния прираст на вноса. През второто тримесечие на 2008 г. в обстановка на намалено външно търсене прирастът на стойността на стоковия износ намалю до 1.1% от 3.1% през първото тримесечие (виж таблица 9). Междувременно по-високите цени на петрола и на непетролните суровини очевидно бяха обяснението за силния прираст в стойността на вноса.

Забавянето в прираста на стоковия износ се обяснява най-вече с динамиката на търсенето в глобален план. По-конкретно, след временно съживяване през първото тримесечие на 2008 г. износът от еврозоната за САЩ и други държави от ОИСР намалю забележимо през второто тримесечие, тъй като търсенето от тези страни се забави. Същевременно, макар че прирастът

на износа за Китай, за страните от ОПЕК и за държавите-членки, присъединили се към ЕС от 2004 г. насам, се забави, той все пак остана сравнително силен.

Рязкото поскъпване на петрола и на непетролните суровини, обусловено от затегнато предлагане и силни фактори на търсенето, продължава и през втората половина на 2008 г. да бъде основен фактор за растежа на стойността на вноса. Тази динамика на цените е отразена в разбивката на търговията със стоки по обем и цена, налична до май 2008 г., която показва устойчиво нарастване на цените на вноса от април 2007 г., докато обемите донякъде намаляват. В същото време цените на износа на еврозоната през второто тримесечие се повишиха само в умерена степен, тъй като увеличените разходи бяха отчасти поети от производителите.

По отношение на други статии на текущата сметка износът на услуги за второто тримесечие на 2008 г. намаля с 2.2%, а вносът нарасна с 4.0%. С натрупване за 12 месеца обаче излишъкът при услугите отбелязва известен прираст, като достига 49.8 млрд. евро, сравнено с 44.5 млрд. евро година по-рано. И накрая, главно поради по-високите плащания на доход за нерезиденти на еврозоната салдото по дохода с натрупване на 12 месеца се влоши с 5.5 млрд. евро (от излишък от 4.1 млрд. евро за 12-месечния период до юни 2007 г. до дефицит от 1.4 млрд. евро за 12-те месеца до юни 2008 г.).

ФИНАНСОВА СМЕТКА

За 12-месечния период до юни 2008 г. общо преките и портфейлните инвестиции на еврозоната отчитат нетни изходящи потоци от 54.3 млрд. евро спрямо нетни входящи потоци от 200.6 млрд. евро година назад. Портфейлните инвестиции бяха водещият фактор за тази промяна във финансовата сметка, като нетните входящи потоци намаляха с 223.3 млрд. евро за същия период, отразявайки продължителния период на несигурност на финансовите пазари. Малко по-високите нетни изходящи потоци преки инвестиции за същия период (които нараснаха с 31.6 млрд. евро) допринесоха за тази динамика (виж графика 57).

Най-новите данни относно финансовата сметка на платежния баланс на еврозоната сочат обрат към нетни капиталови притоци. Обусловени най-вече от динамиката на преките инвестиции, общо преките и портфейлните инвестиции регистрираха средномесечен нетен приток от 6.5 млрд. евро през второто тримесечие на 2008 г., спрямо нетен изходящ поток от 10.5 млрд. евро за предходното тримесечие (виж таблица 9).

В сравнение с първото тримесечие на 2008 г. нетните изходящи потоци преки инвестиции се свиха почти наполовина през второто тримесечие, достигайки 17.7 млрд. евро. Свиването на инвестициите от страна на чуждестранни резиденти в еврозоната, най-концентрирано през април и изразяващо се най-вече в намаляване на капиталовите ценни книжа и междуфирмените кредити, съвпадна с устойчиво свиване на инвестициите на еврозоната в чужбина. Спадът в активността при преките инвестиции е в съответствие с влошените икономически перспективи в глобален план. Намалената активност при сливанията и придобиванията и влошената перспектива за многонационалните предприятия, базирани в еврозоната, свидетелство за които са пазарният спад и оценките на фондовите борси през последните месеци, очевидно имат принос за свиването на преките инвестиции на еврозоната в чужбина.

От друга страна, през втората половина на 2008 г. портфейлните инвестиции се запазиха почти без промяна от нивото си през предходното тримесечие при нетни входящи потоци от 24.2 млрд. евро. Съвкупните стойности на потоците от презгранични портфейлни инвестиции обаче бяха в значителна степен резултат от компенсираща динамика при капиталовите и дълговите инструменти.

Що се отнася до капиталовите инвестиции, нетни изходящи потоци на стойност 3.1 млрд. евро бяха регистрирани през второто тримесечие на 2008 г., което е значително по-малко спрямо предходното тримесечие, когато нетните входящи потоци капиталови ценни книжа възлизаха на 30.9 млрд. евро. Отразявайки динамиката на преките инвестиции, активите и пасивите на еврозоната в капиталови инструменти също намаляха значително, най-вероятно в резултат от общо засилената потребност от ликвидност и климат на повишено нежелание за поемане на риск в глобален аспект. Чуждестранните инвестиции в капиталови инструменти на еврозоната намаляха, но все пак останаха положителна величина, както се вижда от благоприятните, но свиващи се диференциали между възвръщаемостта на капиталовите инструменти на еврозоната и тези на САЩ. Същевременно репатрирането на капитали от резиденти на еврозоната, започнало в началото на 2008 г., може би върви към приключване. Предвид голямата променливост на финансовите данни обаче е твърде рано да се направи категорична преценка.

По отношение на дълговите инструменти през второто тримесечие на 2008 г., в съответствие с растящите диференциали между възвръщаемостта по международните облигации, еврозоната отчете нетен приток от 19.5 млрд. евро в облигации и краткосрочни ценни книжа, което е с 6 млрд. евро повече от предходното тримесечие. Това бе резултат от увеличени чуждестранни инвестиции в еврозоната, само частично компенсирани от увеличение на инвестициите в чуждестранни облигации и краткосрочни ценни книжа от страна на резиденти на еврозоната. И накрая, беше отчетен нетен приток от 7.8 млрд. евро в инструменти на паричния пазар на еврозоната спрямо изходящ поток от 20.1 млрд. евро за първото тримесечие на 2008 г. Това се дължи предимно на свиването на инвестициите в чуждестранни инструменти от страна на резиденти на еврозоната.

Графика 57 Общо преки и портфейлни инвестиции на еврозоната

(млрд. евро; месечни данни; потоци с натрупване за 12 месеца)



Източник: ЕЦБ.

СТАТИСТИКА НА ЕВРОЗОНАТА

6 ДЪРЖАВНИ ФИНАНСИ

- [illegible]

7 ВЪНШНИ ТРАНСАКЦИИ И ПОЗИЦИИ

- [illegible]

8 ОБМЕННОИ КУРСОВЕ

- | | | |
|-----|--|-----|
| 8.1 | ၇၂ နှစ်ခွဲခန့် ဖြစ်ခဲ့သော နှစ်ဖြစ်သည်။ | C72 |
| 8.2 | ၇၂ နှစ်ခွဲခန့် ဖြစ်ခဲ့သော နှစ်ဖြစ်သည်။ | C73 |

9 ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ ИЗВЪН ЕВРОЗОНАТА

- 9.1 Γ တစ်ခုကို H^1 တွင် စုစည်းနိုင်သော Γ ဖြစ်သည်။ C74
- 9.2 H^1 သည် Γ ကို Γ ဖြစ်သည်။ C75

СЪДЪРЖАНИЕ НА ГРАФИКИТЕ

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИ БЕЛЕЖКИ

ОБЩИ БЕЛЕЖКИ

РАЗШИРЯВАНЕ НА ЕВРОЗОНАТА ОТ 1 ЯНУАРИ 2008 Г. С ВКЛЮЧВАНЕТО НА КИПЪР И МАЛТА

[illegible]

Знаци и съкращения, използвани в таблиците

„-“	данните не съществуват/данните са неприложими
„“	данните все още не са налични
„...“	нула или пренебрежимо малка стойност
„милиард“	10 ⁹
(п)	предварителни
с.и.	сезонно изгладени
с.н.	сезонно неизгладени



ᄀ ᄃᄂ ᄃᄆᄂ ᄃ ᄃᄆᄂ	ᄀ ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ		ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ			ᄃ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	
			ᄃᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	ᄃᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ		
			ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ			
	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ	ᄃ ᄃᄆᄂ ᄃᄆ ᄃᄆᄂ
	1	2	3	4	5	6	7
999 1 ᄃᄆᄂ	2.00	-	3.00	-	-	4.50	-
4 2)	2.75	0.75	3.00	-	...	3.25	-1.25
22	2.00	-0.75	3.00	-	...	4.50	1.25
9 ᄃᄆᄂ	1.50	-0.50	2.50	-	-	3.50	-1.00
5 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	2.00	0.50	3.00	-	0.50	4.00	0.50
000 4 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	2.25	0.25	3.25	-	0.25	4.25	0.25
17 ᄃᄆᄂ	2.50	0.25	3.50	-	0.25	4.50	0.25
28 ᄃᄆᄂ	2.75	0.25	3.75	-	0.25	4.75	0.25
9 ᄃᄆᄂ	3.25	0.50	4.25	-	0.50	5.25	0.50
28 3)	3.25	...	-	4.25	...	5.25	...
1 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	3.50	0.25	-	4.50	0.25	5.50	0.25
6 ᄃᄆᄂ	3.75	0.25	-	4.75	0.25	5.75	0.25
001 11 ᄃᄆᄂ	3.50	-0.25	-	4.50	-0.25	5.50	-0.25
31 ᄃᄆᄂ	3.25	-0.25	-	4.25	-0.25	5.25	-0.25
18 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	2.75	-0.50	-	3.75	-0.50	4.75	-0.50
9 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	2.25	-0.50	-	3.25	-0.50	4.25	-0.50
002 6 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	1.75	-0.50	-	2.75	-0.50	3.75	-0.50
003 7 ᄃᄆᄂ	1.50	-0.25	-	2.50	-0.25	3.50	-0.25
6 ᄃᄆᄂ	1.00	-0.50	-	2.00	-0.50	3.00	-0.50
005 6 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	1.25	0.25	-	2.25	0.25	3.25	0.25
006 8 ᄃᄆᄂ	1.50	0.25	-	2.50	0.25	3.50	0.25
15 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	1.75	0.25	-	2.75	0.25	3.75	0.25
9 ᄃᄆᄂ	2.00	0.25	-	3.00	0.25	4.00	0.25
11 ᄃᄆᄂ	2.25	0.25	-	3.25	0.25	4.25	0.25
13 ᄃᄆᄂ ᄃᄆᄂ	2.50	0.25	-	3.50	0.25	4.50	0.25
007 14 ᄃᄆᄂ	2.75	0.25	-	3.75	0.25	4.75	0.25
13 ᄃᄆᄂ	3.00	0.25	-	4.00	0.25	5.00	0.25
008 9 ᄃᄆᄂ	3.25	0.25	-	4.25	0.25	5.25	0.25

[illegible]

(dzdz j ətə; ʃSHdʰ j dzdzʔə j dzʔtəʃj dzs)

1. $\int_{\mathbb{R}^n} f(x) dx = \int_{\mathbb{R}^n} f(x) dx$ (trivial identity)

Ⴑ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱ	Ⴑ ႱႱႱႱႱႱႱ (ႱႱႱႱ)	Ⴑ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱႱ	Ⴑ ႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ (ႱႱႱႱ)	ႱႱ ႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱႱ			Ⴑ ႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱႱႱ (ႱႱႱႱ) ႱႱႱႱ
				Ⴑ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ	Ⴑ ႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ	Ⴑ ႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱႱႱႱႱ ႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱ	
	1	2	3	4	5	6	7
	Ⴑ ႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱႱ						
2008 7 ႱႱႱ	229 288	304	150 000	4.00	4.26	4.29	7
14	208 523	287	191 500	4.00	4.18	4.26	7
21	203 091	326	176 500	4.00	4.15	4.22	7
28	224 080	330	170 000	4.00	4.19	4.23	7
4 Ⴑ ႱႱ	210 100	336	153 000	4.00	4.17	4.22	7
11	202 780	343	191 000	4.00	4.03	4.18	7
18	224 290	425	188 000	4.00	4.03	4.13	7
25	243 286	439	208 000	4.00	4.07	4.25	7
2 Ⴑ ႱႱ	254 664	433	154 500	4.00	4.10	4.15	7
9	263 642	400	175 000	4.25	4.32	4.37	7
16	265 931	440	155 000	4.25	4.34	4.36	7
23	268 193	461	175 500	4.25	4.35	4.38	7
30	247 409	430	166 000	4.25	4.38	4.42	7
6 ႱႱႱ	241 886	424	160 000	4.25	4.38	4.41	7
13	233 394	430	176 000	4.25	4.37	4.40	7
20	228 735	454	151 000	4.25	4.38	4.40	7
27	226 453	424	167 000	4.25	4.39	4.42	7
3 ႱႱ ႱႱႱ	226 254	411	160 000	4.25	4.39	4.41	7
	Ⴑ ႱႱႱႱႱႱႱႱ ႱႱႱႱ ႱႱႱႱႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱ ႱႱႱႱႱႱႱႱ						
2008 28 ႱႱႱႱ	109 612	165	50 000	-	4.16	4.23	91
13 ႱႱႱႱ	132 591	139	60 000	-	4.25	4.40	91
27	131 334	190	50 000	-	4.44	4.53	91
3 ႱႱႱ	103 109	177	25 000	-	4.55	4.61	189
2 ႱႱႱ	101 175	177	50 000	-	4.67	4.75	90
22	86 628	138	50 000	-	4.50	4.68	84
29	97 744	171	50 000	-	4.51	4.62	91
12 Ⴑ ႱႱ	99 781	128	50 000	-	4.60	4.72	91
26	89 836	174	50 000	-	4.50	4.67	91
10 Ⴑ ႱႱ	74 579	141	25 000	-	4.93	5.03	182
31	107 684	189	50 000	-	4.70	4.76	91
14 ႱႱႱ	78 920	124	50 000	-	4.61	4.74	91
28	77 216	191	50 000	-	4.60	4.74	91

2. r tēzGf lsi tēgtse f tsfji tēOydf

[illegible]

RLSUDF: r A I .

- [illegible]

1. Φ Լսվեց

2.1 Origin of

RLSudzf: r A J .

- [illegible]

1. Φ Լսվեց

	ፊ ቤ ስ				ፊ ቤ ስ			ፊ ቤ ስ			ፊ ቤ ስ	
	ፊ ቤ ስ				ፊ ቤ ስ			ፊ ቤ ስ			ፊ ቤ ስ	
	ፊ ቤ ስ				ፊ ቤ ስ			ፊ ቤ ስ			ፊ ቤ ስ	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
	ዘ ባሕር											
2006	19 723.7	9 991.1	830.2	9 161.0	2 112.4	1 464.0	648.4	811.2	4 680.4	187.3	1 941.4	
2007	22 330.6	11 134.3	973.9	10 160.4	2 371.0	1 419.2	951.8	884.7	5 246.2	221.1	2 473.5	
2008 1 ስቲ	23 000.8	11 434.3	977.4	10 457.0	2 457.9	1 451.7	1 006.3	871.2	5 357.1	213.6	2 666.9	
2008 ባሕር	23 185.5	11 523.5	989.8	10 533.7	2 493.4	1 459.3	1 034.1	926.2	5 450.8	215.1	2 576.7	
2008 ስቲ	23 375.6	11 580.7	982.1	10 598.6	2 522.0	1 463.6	1 058.4	918.7	5 436.6	215.7	2 702.0	
2008 ስቲ	23 308.5	11 653.9	994.2	10 659.7	2 529.8	1 452.1	1 077.7	861.0	5 275.4	217.3	2 771.3	
2008 ስቲ	23 300.3	11 714.6	991.0	10 723.6	2 559.1	1 455.8	1 103.3	879.0	5 313.9	217.7	2 616.5	
	ፍጥነት ስቲ											
2006	1 997.5	877.3	-14.4	891.6	10.7	-96.8	107.5	97.7	801.9	6.4	203.5	
2007	2 592.9	1 016.7	-9.7	1 026.4	229.5	-46.8	276.3	59.8	792.1	-0.5	495.4	
2008 1 ስቲ	765.5	264.1	0.7	263.5	80.1	24.0	56.1	-7.8	261.3	-8.7	176.5	
2008 2 ስቲ	345.4	231.4	16.7	214.6	88.7	14.0	74.7	-3.4	-72.4	3.6	97.6	
2008 ባሕር	179.6	93.1	12.2	80.9	39.6	11.3	28.3	53.9	82.9	1.5	-91.4	
2008 ስቲ	188.4	59.2	-7.7	66.9	32.5	8.6	23.9	-6.8	-20.7	0.6	123.6	
2008 ስቲ	-22.7	79.0	12.2	66.9	16.5	-6.0	22.5	-50.5	-134.6	1.6	65.4	
2008 ስቲ	-17.7	63.3	-3.2	66.5	25.7	0.7	25.1	19.8	28.9	0.4	-155.5	

2.1 Choice of

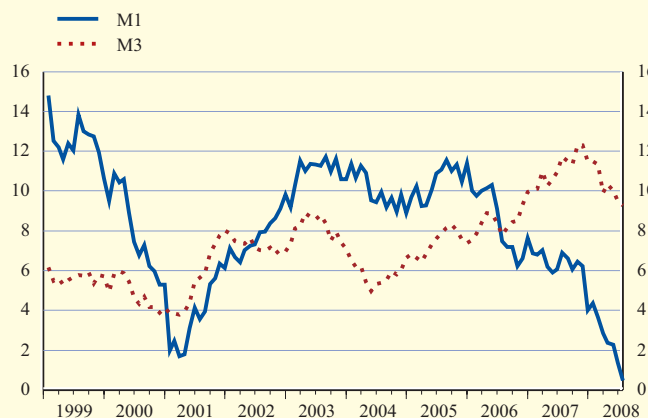
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2006	19 723.7	592.2	158.0	7 906.5	614.6	2 587.8	1 280.8	4 026.5	2 541.8	15.6
2007	22 330.6	638.5	151.0	8 885.0	660.4	2 866.8	1 487.6	4 599.2	3 083.3	-41.2
2008 1 ½	23 000.8	632.9	200.0	9 031.5	742.2	2 828.0	1 502.5	4 834.0	3 242.1	-12.3
2008 ½	23 185.5	641.3	197.7	9 123.5	752.0	2 830.9	1 496.6	5 010.7	3 158.8	-26.2
2008 ¾	23 375.6	645.7	174.1	9 196.8	755.8	2 862.6	1 484.9	5 063.5	3 226.2	-33.9
2008 ¾	23 308.5	652.1	211.1	9 236.6	733.1	2 876.8	1 504.8	4 889.0	3 252.1	-47.2
2008 ¾	23 300.3	658.7	180.9	9 259.7	742.7	2 876.9	1 525.6	4 931.5	3 158.9	-34.5
2006	1 997.5	59.4	-15.2	683.7	27.6	285.5	57.4	601.6	252.2	45.3
2007	2 592.9	45.8	-13.3	835.1	54.5	270.2	162.3	778.8	467.6	-8.1
2008 1 ½	765.5	-6.7	46.6	116.8	53.3	-12.2	23.8	344.6	137.8	61.5
2008 2 ½	345.4	19.2	10.8	203.8	-8.7	53.3	22.3	56.0	18.6	-29.9
2008 ¾	179.6	8.5	-2.3	88.7	10.4	1.7	6.1	155.9	-73.7	-15.8
2008 ¾	188.4	4.4	-24.0	71.3	3.9	31.1	-7.6	49.4	65.9	-5.9
2008 ¾	-22.7	6.4	37.1	43.8	-23.1	20.5	23.8	-149.4	26.4	-8.2
2008 ¾	-17.7	6.6	-30.2	17.7	8.2	0.2	21.1	34.9	-89.8	13.5

RLstucfC: r A J .

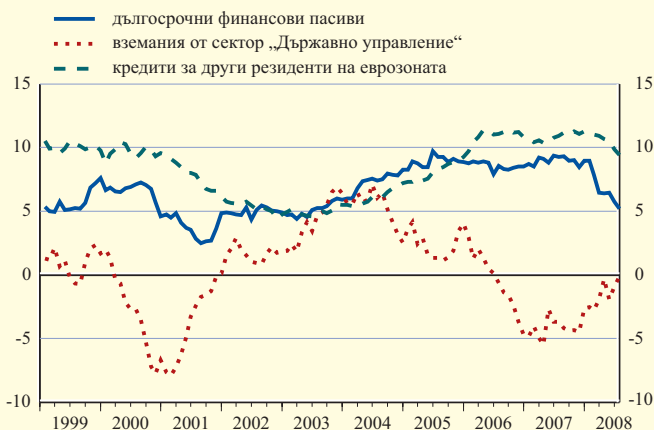
- [illegible]

	M3				M3, 1st- dij fuj uqO fj dE rG O fij fuj uqO (uj d1stq- teO)	1 st d1st- fuj uqO fj dE rG O fij fuj uqO (uj d1stq- teO)	1 st d1st- fuj uqO fj dE rG O fij fuj uqO (uj d1stq- teO)	1 st d1st- fuj uqO fj dE rG O fij fuj uqO (uj d1stq- teO)	1 st d1st- fuj uqO fj dE rG O fij fuj uqO (uj d1stq- teO)	1 st d1st- fuj uqO fj dE rG O fij fuj uqO (uj d1stq- teO)	1 st d1st- fuj uqO fj dE rG O fij fuj uqO (uj d1stq- teO)
	M2		M3-M2								
	M1	M2-M1									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	M3										
2006	3 686.1	2 953.0	6 639.1	1 101.5	7 740.6	-	5 434.1	2 321.3	10 644.4	9 171.5	634.3
2007	3 835.4	3 504.0	7 339.4	1 310.2	8 649.6	-	5 977.8	2 417.2	12 027.6	10 176.4	626.7
2008 1 st	3 853.1	3 666.1	7 519.2	1 337.7	8 856.9	-	5 972.2	2 420.6	12 335.9	10 460.4	541.1
2008 Q1	3 839.1	3 767.9	7 607.0	1 335.7	8 942.8	-	6 002.6	2 434.6	12 424.5	10 524.0	473.2
Q2	3 856.2	3 793.1	7 649.3	1 345.9	8 995.2	-	6 011.4	2 434.6	12 521.0	10 596.6	412.7
" d1	3 837.5	3 828.7	7 666.2	1 356.8	9 023.0	-	6 024.2	2 430.3	12 558.6	10 630.6	377.8
" d1 ^(f)	3 826.6	3 915.4	7 742.0	1 359.6	9 101.5	-	6 046.6	2 440.3	12 672.9	10 689.2	368.0
	M3										
2006	261.2	309.8	571.0	130.9	701.9	-	427.7	-114.7	1 105.8	898.6	200.6
2007	147.4	523.4	670.8	219.9	890.7	-	488.7	-60.1	1 369.5	1 031.7	12.7
2008 1 st	12.1	137.1	149.2	0.5	149.8	-	28.2	-7.9	282.5	251.0	-45.0
2 nd	-16.8	164.0	147.2	21.7	168.8	-	72.8	22.9	244.6	182.0	-155.0
2008 Q1	-14.7	101.0	86.3	-1.4	84.9	-	39.4	17.4	92.1	67.7	-57.9
Q2	15.4	25.0	40.4	9.4	49.9	-	13.0	4.3	98.7	74.6	-63.8
" d1	-17.6	38.0	20.4	13.6	34.0	-	20.3	1.2	53.7	39.7	-33.4
" d1 ^(f)	-12.6	83.5	70.8	2.7	73.5	-	21.2	7.1	118.2	61.3	-11.7
	M3										
2006	7.6	11.7	9.4	13.3	9.9	9.8	8.5	-4.7	11.6	10.8	200.6
2007	4.0	17.7	10.1	20.0	11.5	11.8	8.9	-2.6	12.8	11.2	12.7
2008 Q1	2.8	18.1	9.7	11.0	9.9	10.5	6.4	-1.9	12.3	10.9	-157.8
2008 Q2	2.4	19.8	10.3	10.5	10.3	10.1	6.4	-0.3	12.1	10.7	-186.2
Q3	2.3	19.4	10.1	9.8	10.0	10.0	6.4	-1.9	12.0	10.5	-245.0
" d1	1.4	19.0	9.4	9.8	9.5	9.6	5.7	-0.9	11.2	9.9	-288.1
" d1 ^(f)	0.5	19.6	9.3	9.2	9.3	9.3	5.2	-0.1	11.1	9.4	-303.7

(gshc^h j dzlsj d4 dz0 f te f e0 h; f j l t d z s f l c d h j d z)

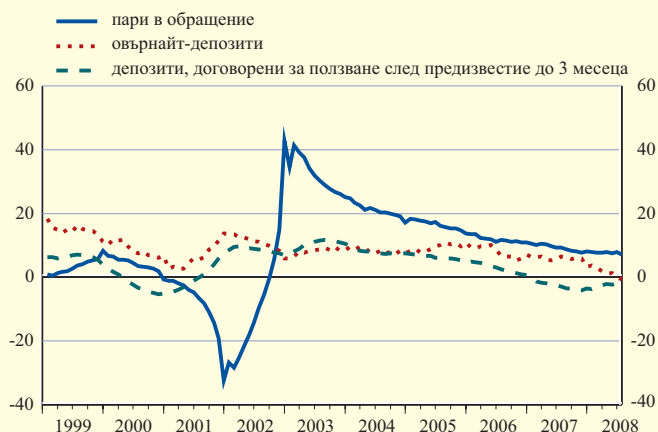


(GSHC^h i dzlsj dʒ dʌt teq teŋ; fɪj Ltsdʒs qLGDzHj dʒ)

[illegible][illegible][illegible]

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	578.4	3 107.7	1 401.0	1 552.0	266.1	636.9	198.5	2 399.6	102.2	1 655.0	1 277.3
2006	625.8	3 209.6	1 968.7	1 535.3	307.4	686.6	316.2	2 561.0	119.6	1 813.5	1 483.7
2007	638.0	3 215.0	2 124.6	1 541.5	308.7	746.6	282.4	2 545.9	119.4	1 813.7	1 493.1
2008 1	644.8	3 194.4	2 224.8	1 543.1	323.7	743.8	268.2	2 562.8	118.7	1 817.9	1 503.1
2008 2	643.7	3 212.5	2 256.5	1 536.6	316.8	739.5	289.6	2 566.7	117.6	1 829.7	1 497.4
2008 3	649.7	3 187.8	2 292.0	1 536.7	340.6	728.1	288.1	2 572.3	116.9	1 832.7	1 502.1
2008 4	649.6	3 177.0	2 384.5	1 530.8	346.3	727.0	286.3	2 577.7	116.4	1 833.8	1 518.7
	57.3	203.9	300.5	9.3	30.9	30.0	70.0	217.2	15.4	138.1	57.0
2006	46.9	100.4	579.4	-55.9	43.3	58.6	118.0	152.3	9.9	164.5	162.0
2007	11.2	1.0	136.4	0.7	1.3	31.2	-31.9	9.7	-1.5	1.8	18.2
2008 1	11.7	-28.5	168.8	-4.8	31.9	-18.1	7.9	28.6	-2.5	17.6	29.0
2008 2	6.8	-21.4	99.5	1.5	15.0	-2.2	-14.1	15.7	-0.7	2.5	22.0
2008 3	-1.0	16.5	31.5	-6.5	-6.9	-4.2	20.5	4.1	-1.2	11.6	-1.6
2008 4	6.0	-23.5	37.8	0.1	23.8	-11.7	1.5	8.9	-0.7	3.5	8.6
2008 5	-0.1	-12.6	89.9	-6.4	5.7	-2.6	-0.4	4.2	-0.5	0.7	16.9
	11.0	7.0	27.2	0.6	13.2	4.9	54.4	9.9	17.8	9.1	4.7
2006	8.1	3.2	41.3	-3.6	16.3	9.2	59.4	6.3	9.6	9.9	12.4
2007	7.7	1.9	39.2	-2.5	11.4	8.1	18.0	3.9	3.5	7.1	10.6
2008 1	8.0	1.3	41.6	-2.2	17.8	6.8	11.8	3.8	1.9	6.5	11.5
2008 2	7.5	1.3	40.5	-2.4	17.1	4.8	14.9	3.3	0.5	6.2	13.0
2008 3	8.0	0.1	38.7	-2.0	18.4	2.0	21.6	2.8	-0.8	5.5	12.1
2008 4	7.1	-0.8	39.1	-2.1	17.2	1.0	22.9	2.5	-2.2	4.6	11.5

(GSHC^h j dzlsj d^h d^hOf te^hteChls; f^hj L^hSdzs f^hL^hG^hd^hChj dz



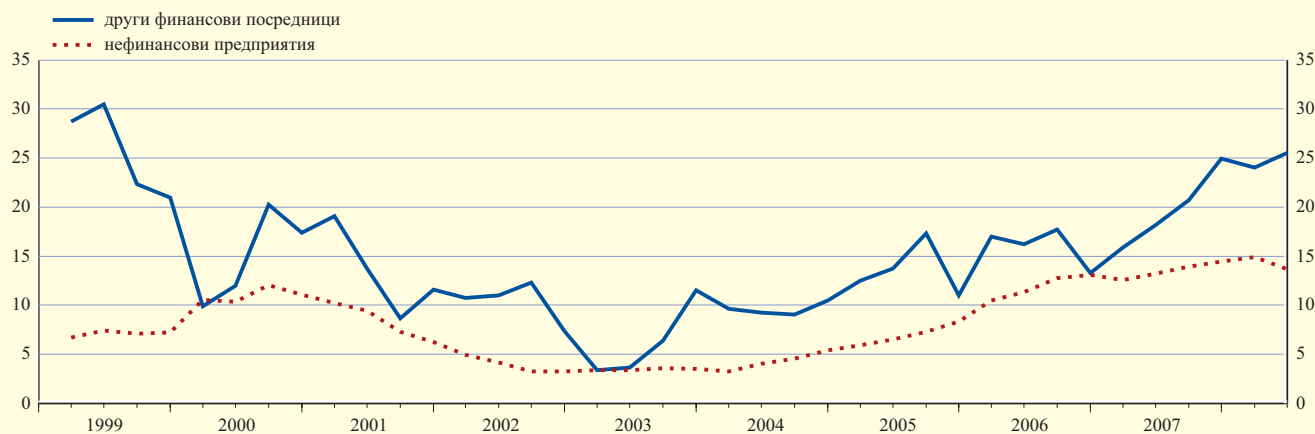
(GSHC^h j dzlsj dŋ dzŋf taŋ taŋh; fŋ LSCdzs fLGdzŋ dz



1) r Ouk^h sⁱ fⁱ tse^h fⁱ lO^h tse^h dⁱ dⁱ ə fⁱ fi^h se^h dⁱ ə tse^h lO^h ɿ O^h tse^h fⁱ tse^h tsB^h dⁱ dⁱ w^h tse^h O^h w^h ədⁱ tsB^h dⁱ sⁱ Bⁱ dⁱ y^h fⁱ dⁱ.

	1 01st 02nd 03rd 04th 05th 06th 07th 08th 09th 10th 11th 12th 13th 14th 15th 16th 17th 18th 19th 20th 21st 22nd 23rd 24th 25th 26th 27th 28th 29th 30th 31st 32nd 33rd 34th 35th 36th 37th 38th 39th 40th 41st 42nd 43rd 44th 45th 46th 47th 48th 49th 50th 51st 52nd 53rd 54th 55th 56th 57th 58th 59th 60th 61st 62nd 63rd 64th 65th 66th 67th 68th 69th 70th 71st 72nd 73rd 74th 75th 76th 77th 78th 79th 80th 81st 82nd 83rd 84th 85th 86th 87th 88th 89th 90th 91st 92nd 93rd 94th 95th 96th 97th 98th 99th 100th 101st 102nd 103rd 104th 105th 106th 107th 108th 109th 110th 111th 112th 113th 114th 115th 116th 117th 118th 119th 120th 121st 122nd 123rd 124th 125th 126th 127th 128th 129th 130th 131st 132nd 133rd 134th 135th 136th 137th 138th 139th 140th 141st 142nd 143rd 144th 145th 146th 147th 148th 149th 150th 151st 152nd 153rd 154th 155th 156th 157th 158th 159th 160th 161st 162nd 163rd 164th 165th 166th 167th 168th 169th 170th 171st 172nd 173rd 174th 175th 176th 177th 178th 179th 180th 181st 182nd 183rd 184th 185th 186th 187th 188th 189th 190th 191st 192nd 193rd 194th 195th 196th 197th 198th 199th 200th 201st 202nd 203rd 204th 205th 206th 207th 208th 209th 210th 211st 212nd 213th 214th 215th 216th 217th 218th 219th 220th 221st 222nd 223rd 224th 225th 226th 227th 228th 229th 230th 231st 232nd 233rd 234th 235th 236th 237th 238th 239th 240th 241st 242nd 243rd 244th 245th 246th 247th 248th 249th 250th 251st 252nd 253rd 254th 255th 256th 257th 258th 259th 260th 261st 262nd 263rd 264th 265th 266th 267th 268th 269th 270th 271st 272nd 273rd 274th 275th 276th 277th 278th 279th 280th 281st 282nd 283rd 284th 285th 286th 287th 288th 289th 290th 291st 292nd 293rd 294th 295th 296th 297th 298th 299th 300th 301st 302nd 303rd 304th 305th 306th 307th 308th 309th 310th 311st 312nd 313th 314th 315th 316th 317th 318th 319th 320th 321st 322nd 323rd 324th 325th 326th 327th 328th 329th 330th 331st 332nd 333rd 334th 335th 336th 337th 338th 339th 340th 341st 342nd 343rd 344th 345th 346th 347th 348th 349th 350th 351st 352nd 353rd 354th 355th 356th 357th 358th 359th 360th 361st 362nd 363rd 364th 365th 366th 367th 368th 369th 370th 371st 372nd 373rd 374th 375th 376th 377th 378th 379th 380th 381st 382nd 383rd 384th 385th 386th 387th 388th 389th 390th 391st 392nd 393rd 394th 395th 396th 397th 398th 399th 400th 401st 402nd 403rd 404th 405th 406th 407th 408th 409th 410th 411st 412nd 413th 414th 415th 416th 417th 418th 419th 420th 421st 422nd 423rd 424th 425th 426th 427th 428th 429th 430th 431st 432nd 433rd 434th 435th 436th 437th 438th 439th 440th 441st 442nd 443rd 444th 445th 446th 447th 448th 449th 450th 451st 452nd 453rd 454th 455th 456th 457th 458th 459th 460th 461st 462nd 463rd 464th 465th 466th 467th 468th 469th 470th 471st 472nd 473rd 474th 475th 476th 477th 478th 479th 480th 481st 482nd 483rd 484th 485th 486th 487th 488th 489th 490th 491st 492nd 493rd 494th 495th 496th 497th 498th 499th 500th 501st 502nd 503rd 504th 505th 506th 507th 508th 509th 510th 511st 512nd 513th 514th 515th 516th 517th 518th 519th 520th 521st 522nd 523rd 524th 525th 526th 527th 528th 529th 530th 531st 532nd 533rd 534th 535th 536th 537th 538th 539th 540th 541st 542nd 543rd 544th 545th 546th 547th 548th 549th 550th 551st 552nd 553rd 554th 555th 556th 557th 558th 559th 560th 561st 562nd 563rd 564th 565th 566th 567th 568th 569th 570th 571st 572nd 573rd 574th 575th 576th 577th 578th 579th 580th 581st 582nd 583rd 584th 585th 586th 587th 588th 589th 590th 591st 592nd 593rd 594th 595th 596th 597th 598th 599th 600th 601st 602nd 603rd 604th 605th 606th 607th 608th 609th 610th 611st 612nd 613th 614th 615th 616th 617th 618th 619th 620th 621st 622nd 623rd 624th 625th 626th 627th 628th 629th 630th 631st 632nd 633rd 634th 635th 636th 637th 638th 639th 640th 641st 642nd 643rd 644th 645th 646th 647th 648th 649th 650th 651st 652nd 653rd 654th 655th 656th 657th 658th 659th 660th 661st 662nd 663rd 664th 665th 666th 667th 668th 669th 670th 671st 672nd 673rd 674th 675th 676th 677th 678th 679th 680th 681st 682nd 683rd 684th 685th 686th 687th 688th 689th 690th 691st 692nd 693rd 694th 695th 696th 697th 698th 699th 700th 701st 702nd 703rd 704th 705th 706th 707th 708th 709th 710th 711st 712nd 713th 714th 715th 716th 717th 718th 719th 720th 721st 722nd 723rd 724th 725th 726th 727th 728th 729th 730th 731st 732nd 733rd 734th 735th 736th 737th 738th 739th 740th 741st 742nd 743rd 744th 745th 746th 747th 748th 749th 750th 751st 752nd 753rd 754th 755th 756th 757th 758th 759th 760th 761st 762nd 763rd 764th 765th 766th 767th 768th 769th 770th 771st 772nd 773rd 774th 775th 776th 777th 778th 779th 780th 781st 782nd 783rd 784th 785th 786th 787th 788th 789th 790th 791st 792nd 793rd 794th 795th 796th 797th 798th 799th 800th 801st 802nd 803rd 804th 805th 806th 807th 808th 809th 810th 811st 812nd 813th 814th 815th 816th 817th 818th 819th 820th 821st 822nd 823rd 824th 825th 826th 827th 828th 829th 830th 831st 832nd 833rd 834th	
--	--	--

(GSHd^h i dzlsj dɔf dʌt f tɛf tɛŋf)



1) H j f l s t g l A R B i L r e t e f n f i s i d C S Q f n f l s t e d C S Q d z h u w d f C O u d w j o f n t s k o j l s f i s o j f n r u u '95.

[illegible]

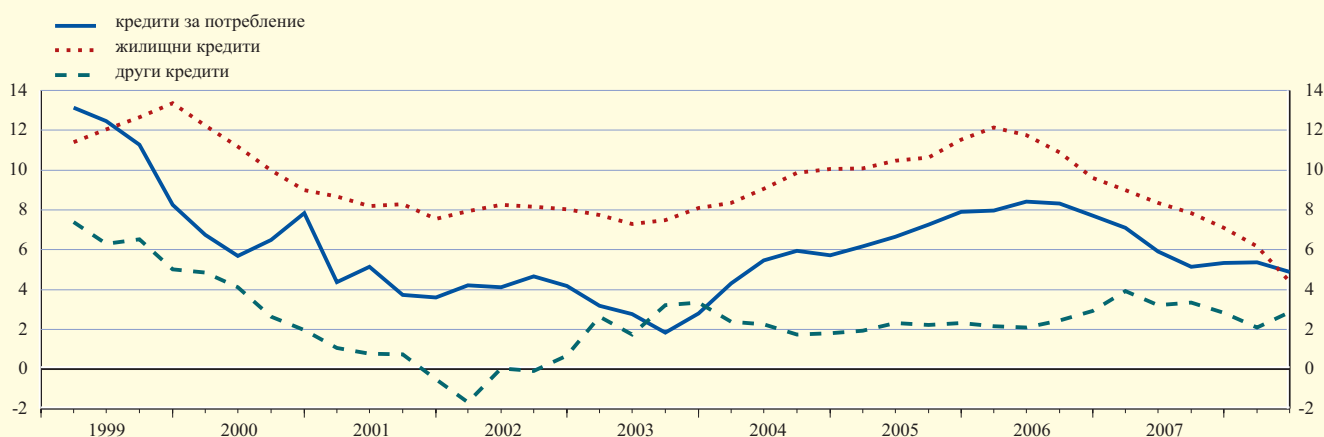
3) i te hq "dzOaf 2003 g HOkdlsj fj fj bdlEFOl tgl dJoks " dcl, fj tjs dpacl f hjs j dpacl o hf OGSHf dcl f j fj vclsl HOkdlsj tgl hq "dzOaf 2003 g fj clldvclFOtels lscfdz fj vclsl HOkdlsj

[illegible]

(d) $\text{d}z = \frac{\partial z}{\partial t} dt + \frac{\partial z}{\partial x} dx$. In this case, $\frac{\partial z}{\partial t} = -\frac{1}{2}x^2$ and $\frac{\partial z}{\partial x} = x - t$, so $\text{d}z = -\frac{1}{2}x^2 dt + (x - t)dx$.

	ᄠ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄠᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ				ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ				ᄢ ᄢᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ			
		ᄠ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄠ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄠ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
	ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ												
2006	4 537.0	586.5	135.3	202.7	248.5	3 212.1	15.6	72.1	3 124.5	738.4	146.2	101.5	490.7
2007	4 808.1	617.9	137.6	203.7	276.6	3 436.9	15.9	73.8	3 347.2	753.4	147.5	104.0	501.8
2008 1 ᄢᄢ	4 862.7	623.9	136.5	203.0	284.4	3 478.0	16.1	73.3	3 388.7	760.7	147.0	105.3	508.5
2008 ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	4 872.6	627.9	136.1	204.6	287.2	3 486.3	16.1	73.1	3 397.1	758.4	145.6	102.6	510.3
	4 886.0	628.5	136.3	204.0	288.2	3 498.8	15.8	73.1	3 409.9	758.6	144.3	102.1	512.2
	4 889.5	635.4	139.3	205.4	290.7	3 484.8	16.0	73.4	3 395.4	769.3	152.9	102.5	513.9
	4 906.7	636.3	138.8	204.7	292.8	3 504.3	16.0	73.5	3 414.8	766.1	147.1	102.3	516.7
	ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ												
2006	345.3	42.6	8.2	4.8	29.5	281.8	1.5	4.6	275.8	20.9	1.4	3.8	15.7
2007	280.6	31.3	3.6	1.1	26.7	228.5	0.9	2.3	225.3	20.8	1.7	4.4	14.7
2008 1 ᄢᄢ	38.7	2.3	-1.7	-1.9	5.9	33.1	0.0	-0.7	33.7	3.3	-1.4	0.6	4.0
	31.9	11.6	2.9	2.7	6.0	8.7	-0.1	0.2	8.6	11.7	6.3	-1.8	7.1
2008 ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	12.1	4.3	-0.3	1.7	3.0	8.9	0.0	-0.2	9.1	-1.1	-1.3	-2.1	2.3
	14.7	0.4	0.3	-0.6	0.7	13.1	-0.2	0.0	13.3	1.1	-1.2	-0.2	2.5
	5.1	6.8	3.0	1.5	2.4	-13.4	0.2	0.3	-13.9	11.7	8.8	0.6	2.3
	18.3	1.3	-0.5	-0.5	2.2	19.9	0.0	0.1	19.8	-2.9	-5.7	-0.2	3.0
	ᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ												
2006 ᄢᄢ ᄢᄢ	8.2	7.7	6.5	2.4	13.2	9.6	9.7	6.8	9.7	2.9	1.0	3.9	3.3
2007 ᄢᄢ ᄢᄢ	6.2	5.3	2.7	0.5	10.7	7.1	6.1	3.2	7.2	2.8	1.2	4.4	3.0
2008 ᄢᄢ ᄢᄢ	5.4	5.4	3.9	-0.1	10.4	6.2	2.5	2.0	6.3	2.1	-0.2	4.3	2.3
2008 ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ ᄢᄢ	5.2	5.4	2.6	0.8	10.3	6.0	4.9	1.7	6.1	2.1	-0.2	1.9	2.8
	4.9	5.0	2.9	-0.1	10.1	5.6	2.3	1.4	5.7	2.0	-0.4	1.3	2.9
	4.2	4.9	3.7	0.0	9.3	4.4	0.1	1.2	4.5	2.9	2.1	0.8	3.5
	4.1	4.4	2.4	-0.4	9.1	4.3	1.1	0.8	4.4	2.7	0.8	0.0	3.0

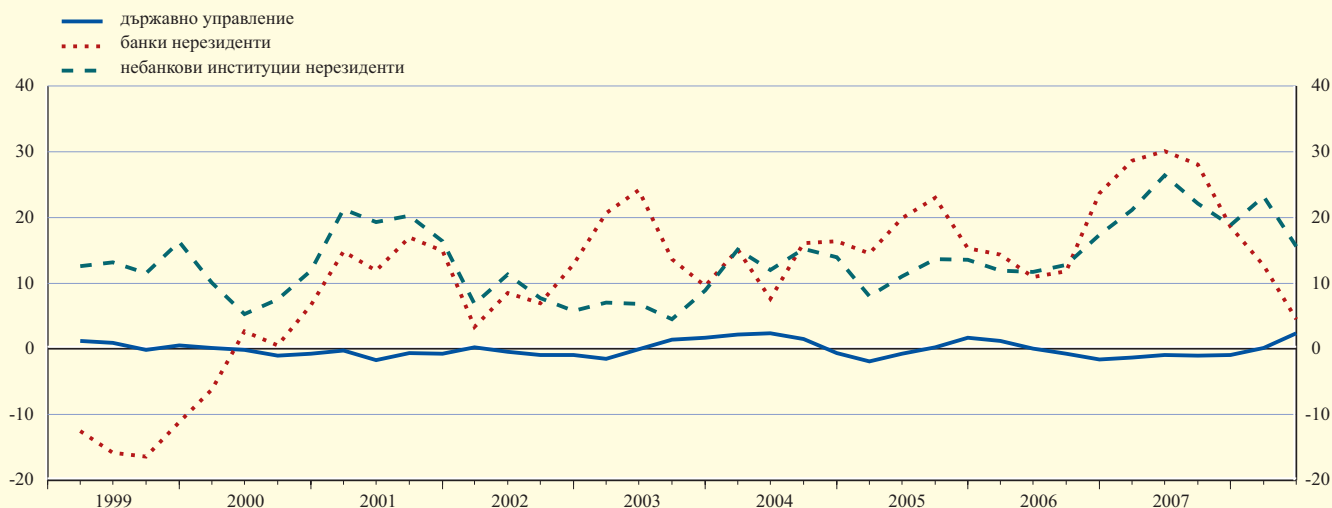
(gʃhɔfʰ j dzɬj dʒf dzɔf tɛf tɛɔfɪs)

[illegible]

(d) *duh*. j ə t ə s ɔ̃ ɡ l ʃ ɪ d^h j d z l j d ɔ̃ d ɔ̃ t t e d t e ɔ̃ l s; f i ɔ̃ d ɔ̃ d l j d ɔ̃ d ɔ̃ t t e d t e ɔ̃ l s ə ɬ t e ɔ̃ d ɔ̃ t j t e d t ʃ ɪ d l s t e ɔ̃ d ɔ̃ d ɔ̃ d ɔ̃ t t e j l t j t e d t ʃ ɪ d l s

[illegible]

(gʰshqʰ j dzlsj dʒf dzɔʃ tɛf tɛʃɦs)

[illegible]

2) r ɔdʒ dʒi fɪj tʃlɔdʒw lʌt tʃdʒ dʒf fɪ fɪsɔ dʒ ətʃlʌtʃlɔ ɪ ɔtʃ tʃ-tʃtʃtʃb dʒ dʒ tʃdʒ ɔdʒw ətʃ tʃb^h dʒi bʒ dʒ x ɛd.

[illegible]

[illegible][illegible]

(GSHd^h j dzlsj dʒf dʒtʃ tɛdʔtɛOfils)



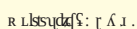
(GSH^{dh} i dzlsj d4f d20f tef teOfns)



5) $\int_{B^2 \times \mathbb{R}} \Theta_H |f|^{2L} |g|^{2L} |h|^{2L} \, dV \leq C \int_{B^2 \times \mathbb{R}} |f|^{2L} |g|^{2L} |h|^{2L} \, dV$ 9, 10, 12 နှင့် 14.

उद्योग विभाग

Г10 Δενοζιτι по сектору²⁾

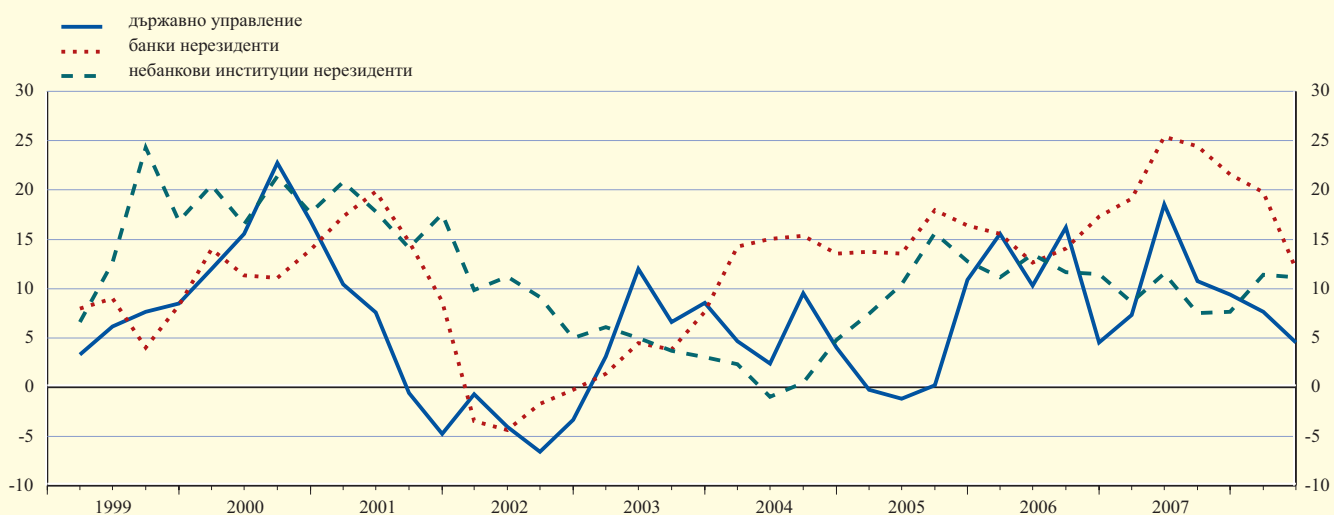


- 1) $u \in \mathcal{L}(A) \cap \mathcal{L}(B)$ if and only if $u \in \mathcal{L}(A \cup B)$ and $u \in \mathcal{L}(A \cap B)$.
- 2) $\mathcal{L}(A \cup B) = \mathcal{L}(A) \cup \mathcal{L}(B)$ and $\mathcal{L}(A \cap B) = \mathcal{L}(A) \cap \mathcal{L}(B)$.
- 3) $\mathcal{L}(A \setminus B) = \mathcal{L}(A) \setminus \mathcal{L}(B)$ and $\mathcal{L}(A \setminus B) = \mathcal{L}(A) \setminus \mathcal{L}(B)$.
- 4) $\mathcal{L}(A \setminus B) = \mathcal{L}(A) \setminus \mathcal{L}(B)$ and $\mathcal{L}(A \setminus B) = \mathcal{L}(A) \setminus \mathcal{L}(B)$.
- 5) $\mathcal{L}(A \setminus B) = \mathcal{L}(A) \setminus \mathcal{L}(B)$ and $\mathcal{L}(A \setminus B) = \mathcal{L}(A) \setminus \mathcal{L}(B)$.

(d) $\text{d}^{\circ}\text{z}^{\circ}\text{e}^{\circ}\text{h}$. j ə t e s f g l s h d^h j d z l s j d f d z o t f t e c t e o n i s; f i o t z h o d f l s j d f d z o t f t e c t e o n i s ə f t e o' d z o t f j t e c t s h q l s t e o z h o y u d f f t g j L f j t e c t s h o

	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ					ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ				
	ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ			ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ		
			ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ			ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ	ႦႨ ႦႨ
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
	ႦႨ ႦႨ									
2005	313.1	149.2	38.3	80.9	44.7	3 050.5	2 250.5	800.0	125.8	674.2
2006	329.0	124.2	45.4	90.8	68.6	3 429.0	2 557.1	871.9	128.6	743.3
2007 3 ႦႨ	373.5	144.3	60.0	97.2	72.0	3 877.0	2 963.4	913.6	145.9	767.7
4 ႦႨ	372.9	127.1	59.0	106.8	80.1	3 856.2	2 962.9	893.3	143.4	749.9
2008 1 ႦႨ	375.9	139.6	49.6	107.6	79.1	4 039.8	3 100.1	939.7	131.1	808.6
2 ႦႨ ^(Ⴆ)	410.7	155.9	56.5	112.4	85.9	4 019.8	3 038.6	981.2	132.0	849.2
	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ									
2006	14.2	-24.5	7.0	7.8	23.9	476.6	385.8	90.8	6.6	84.2
2007	30.9	-3.1	13.6	8.9	11.5	614.6	548.3	66.3	20.2	46.1
2007 3 ႦႨ	-7.3	-26.1	16.1	2.0	0.6	130.2	120.7	9.4	10.8	-1.4
4 ႦႨ	-12.0	-21.9	-1.0	2.8	8.1	50.2	54.3	-4.1	-0.5	-3.5
2008 1 ႦႨ	2.8	12.4	-9.3	0.6	-1.0	279.1	227.2	51.9	-8.4	60.4
2 ႦႨ ^(Ⴆ)	34.8	16.0	6.8	4.8	7.1	-17.7	-59.5	41.8	0.9	40.9
	ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ ႦႨ									
2005 ႦႨ ႦႨ	10.9	8.1	25.4	16.6	0.6	15.4	16.4	12.7	16.8	12.0
2006 ႦႨ ႦႨ	4.5	-16.5	18.4	9.6	53.5	15.8	17.3	11.5	5.3	12.6
2007 ႦႨ ႦႨ	10.7	-3.5	44.0	13.3	19.4	20.0	24.5	7.5	13.2	6.5
ႦႨ ႦႨ	9.4	-2.3	29.9	9.8	16.7	18.0	21.6	7.6	15.8	6.2
2008 ႦႨ ႦႨ	7.7	-3.7	18.1	13.3	16.5	17.8	19.8	11.4	5.5	12.5
ႦႨ ႦႨ ^(Ⴆ)	4.5	-12.2	29.0	10.5	20.8	11.8	12.0	11.1	1.8	12.5

(GSHd^h j dzlsj dʒf dʒf tɛf tɛfɪs)



3) $\forall j \in \{1, \dots, n\}$, $\exists i \in \{1, \dots, n\}$ such that $i \neq j$ and i is a child of j in T .

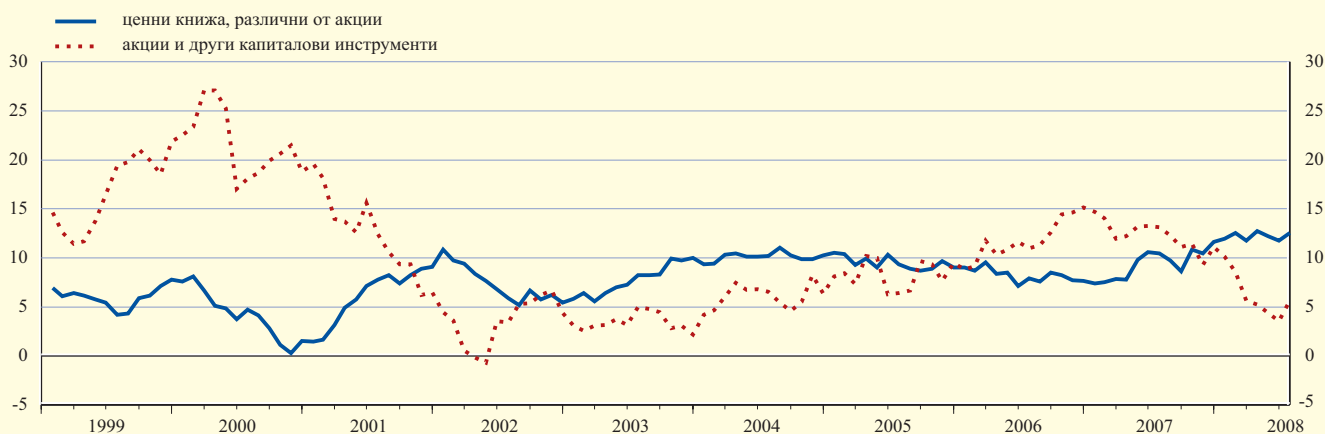
Ценни книга, притежавани от ПФИ, разбивка^{1), 2)}

(d) *zh*. j ə t ə s f g l s h C^h j d z l j d f d o t f t e d t e C h i s; f i p t h O d l s j d f d o t f t e d t e C h i s ə f t e O' d o t f j t e d t s h Q l s t e d n C y d f f t t s j L f j t e d t s h Q

	A j d d d f S d d f j Q t e d d f y d f t s G y d f j								f S y d f j Q t e d d f S d d f j Q t e d d f y d f t s G y d f j						
	f B ^h tS		l A R		h j S t s t e . . j ¹ t e j G d d s k j t e d d y d f j “		j t e d d f t j l f h j d s f d d j e t a s u s d d G O		l j t j l f- h j d s f d d j e t a s u s d d G O		f B ^h tS	l A R	l l A R	l j t j l f- h j d s f d d j e t a s u s d d G O	
	j e t a s	H t e d d f e G t z k s f	j e t a s	H t e d d f e G t z k s f	j e t a s	H t e d d f e G t z k s f	j e t a s	H t e d d f e G t z k s f	j e t a s	H t e d d f e G t z k s f					
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12			
	h Q t e j Q														
2006	4 664.3	1 560.6	72.3	1 260.4	16.2	615.8	30.1	1 108.9	1 465.9	373.0	798.5		294.4		
2007	5 113.7	1 652.9	84.0	1 177.5	16.6	916.5	33.4	1 232.8	1 639.9	424.8	871.8		343.3		
2008 1 t s t e	5 300.0	1 728.0	87.5	1 200.4	15.4	958.2	45.8	1 264.8	1 606.4	453.2	859.6		293.6		
2008 Q t e d d j “ d d f “ d d f ^(f)	5 382.3	1 748.0	91.9	1 208.1	16.0	982.6	49.0	1 286.6	1 670.7	458.3	914.1		298.3		
	5 477.8	1 790.0	99.1	1 212.7	14.7	1 006.9	49.1	1 305.3	1 682.9	477.5	906.7		298.7		
	5 471.4	1 790.5	98.4	1 202.1	15.3	1 027.2	48.0	1 289.8	1 600.1	458.4	849.9		291.8		
	5 562.8	1 833.2	103.1	1 205.8	15.1	1 052.3	48.5	1 304.8	1 620.0	460.9	868.1		291.0		
	e t e d d f t s y d f j														
2006	337.4	122.8	10.6	-122.7	0.5	100.6	6.5	219.0	193.3	58.6	96.2		38.5		
2007	541.2	136.6	18.2	-86.7	1.5	267.3	9.5	194.7	163.5	51.8	59.7		52.0		
2008 1 t s t e 2 t s t e	214.6	58.8	5.5	19.4	-0.6	41.0	14.8	75.8	-17.6	25.7	-8.0		-35.2		
	190.7	64.0	11.3	10.7	0.1	71.7	2.8	30.1	7.1	13.8	-3.4		-3.3		
2008 Q t e d d j “ d d f “ d d f ^(f)	80.1	19.5	3.8	10.5	0.6	24.9	3.2	17.5	62.8	6.0	53.8		3.0		
	97.3	42.3	7.1	7.3	-1.3	23.9	0.0	17.9	14.1	21.0	-6.7		-0.2		
	13.3	2.2	0.4	-7.2	0.8	22.9	-0.4	-5.4	-69.7	-13.1	-50.5		-6.1		
	85.9	43.1	4.2	2.2	-0.3	24.7	0.4	11.7	22.6	3.4	19.8		-0.6		
	e j d f j d d j t e t e t s														
2006 h j S. 2007 h j S.	7.7 11.7	8.5 8.8	16.5 25.6	-8.9 -6.9	3.0 10.5	19.3 42.9	25.7 33.4	24.2 17.7	15.2 11.1	18.6 13.9	13.6 7.5		15.2 17.7		
2008 d d s	11.8	8.7	24.7	-5.5	12.2	40.7	52.7	16.3	5.6	15.0	4.3		-2.9		
2008 Q t e d d j “ d d f	12.8	9.0	28.5	-2.8	16.2	40.0	59.4	16.1	5.2	13.8	4.0		-2.9		
	12.2	10.6	36.8	-4.8	4.3	38.6	59.6	14.0	4.4	12.7	4.2		-6.3		
	11.8	10.9	36.4	-4.7	11.0	35.7	61.3	12.4	3.6	17.0	2.6		-10.2		

Г13 Ценни книжа, притежавани от ПФИ ²⁾

(gʃhɔf^h j dzlsj dʒf dzɔf tɛf tɛɔfɪs)



RLSyzfC: r A J .

[illegible]

2) r $\text{Odz} \text{ d} \text{ l} \text{ s} \text{ j}$ fij $\text{tsl} \text{ d} \text{ t} \text{ h} \text{ n} \text{ l} \text{ s}$ LOt $\text{tsd} \text{ j}$ $\text{dz} \text{ d} \text{ f}$ fij $\text{fij} \text{ s} \text{ c}$ $\text{d} \text{ z}$ e $\text{tsL} \text{ s} \text{ d} \text{ t} \text{ s} \text{ c}$ LOt f ts- f $\text{tsH} \text{ t} \text{ s} \text{ b} \text{ d}$ $\text{d} \text{ f}$ $\text{d} \text{ z}$ tsd Odz^w e $\text{d} \text{ f}$ tsB^h $\text{d} \text{ l} \text{ s} \text{ j}$ Bj $\text{d} \text{ z}$ y f d .

2.7 Преоценка на избрани показатели от баланса на ПФИ^(1), 2) (дълг. жетони)

1. Жетонизирани облигации/жетоново дългове на дългови инструменти на финансовите институции

	Жетонизирани облигации				Дългови инструменти				Дългови инструменти			
	Жетонизирани облигации	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Жетонизирани облигации	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Жетонизирани облигации	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-3.9	-1.5	-0.9	-1.6	-2.7	-0.1	-0.1	-2.4	-6.7	-1.1	-2.0	-3.6
2007	-4.2	-1.2	-1.4	-1.6	-2.7	-0.2	-0.2	-2.3	-6.9	-0.8	-2.3	-3.7
2008 1 тр.	-1.1	-0.4	-0.3	-0.4	-1.2	0.0	-0.1	-1.2	-1.3	-0.4	-0.2	-0.8
2 тр.	-0.9	-0.2	-0.4	-0.4	-0.4	0.0	0.0	-0.4	-2.0	-0.2	-0.9	-0.8
2008 3 тр.	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.9	-0.1	-0.6	-0.3
4 тр.	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	-0.1	-0.5	0.0	-0.3	-0.2
5 тр.	-0.3	0.0	-0.1	-0.1	-0.3	0.0	0.0	-0.3	-0.6	-0.1	-0.1	-0.4
6 тр.	-0.3	-0.1	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0	-0.2

2. Жетонизирани облигации/жетоново дългове на дългови инструменти на финансовите институции

	Жетонизирани облигации				Дългови инструменти		
	Жетонизирани облигации	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Жетонизирани облигации	Дългови инструменти	Дългови инструменти
	1	2	3	4	5	6	7
2006	-13.2	-3.5	-4.6	-5.1	-0.8	-0.1	-0.7
2007	-12.5	-2.1	-5.4	-4.9	-5.2	-3.4	-1.8
2008 1 тр.	-3.0	-1.2	-0.8	-1.0	-2.4	-1.8	-0.6
2 тр.	-5.4	-0.9	-3.4	-1.1	0.0	-0.1	0.0
2008 3 тр.	-3.3	-0.5	-2.7	-0.2	0.0	0.0	0.1
4 тр.	-0.8	-0.2	-0.4	-0.3	-0.1	-0.1	0.0
5 тр.	-1.3	-0.3	-0.4	-0.6	0.0	0.0	0.0
6 тр.	-0.5	-0.2	-0.2	-0.2	-0.5	-0.4	-0.1

3. Жетонизирани облигации/жетоново дългове на дългови инструменти на финансовите институции

	Жетонизирани облигации								Дългови инструменти			
	Жетонизирани облигации	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Жетонизирани облигации	Дългови инструменти	Дългови инструменти	Дългови инструменти
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006	-8.6	1.2	-0.4	-7.9	-0.2	-0.4	-0.3	-0.7	31.5	7.1	16.3	8.0
2007	-11.8	-2.7	0.0	0.6	-0.2	-2.5	-0.5	-6.5	13.6	3.2	9.6	0.8
2008 1 тр.	-22.1	-4.7	-0.2	0.4	-0.2	-4.8	-0.6	-11.9	-22.3	-1.3	-13.1	-7.9
2 тр.	-18.3	-1.4	-0.1	-8.7	-0.1	-2.5	-0.5	-5.0	-8.0	-2.9	-6.6	1.5
2008 апр.	-4.7	0.9	0.0	-2.6	0.0	-0.4	-0.4	-2.0	2.5	0.4	0.4	1.7
май	-3.5	-0.2	0.0	-2.8	0.0	0.4	0.0	-0.8	-1.9	-1.7	-0.7	0.6
юни	-10.1	-2.1	-0.1	-3.3	0.0	-2.4	-0.1	-2.2	-8.7	-1.6	-6.3	-0.8
юли ⁽ⁿ⁾	1.1	-0.1	0.1	1.5	0.0	0.4	0.0	-0.8	-2.1	-0.3	-1.6	-0.2

РЛС: Жетонизирани облигации

1) Жетонизирани облигации на дългови инструменти на финансовите институции

2) Жетонизирани облигации на дългови инструменти на финансовите институции

3) Жетонизирани облигации на дългови инструменти на финансовите институции

2.8 Разбивка по валути на избрани показатели от баланса на ПФИ^{1), 2)} (%, билионно евро, 1 януари, 1 декември до края на годината)

3. Бъдещи

	I A R 3)							I A R						
	I fufufuf oGfufufuf (fufufuf)	f ufufuf)	f ufufuf oGfufufuf					I fufufuf oGfufufuf (fufufuf)	f ufufuf)	f ufufuf oGfufufuf				
			f B fufuf				f B fufuf			f B fufuf	f B fufuf	f B fufuf		
			USD	JPY	CHF	GBP								
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	I Ouf													

4. Ажурни данни за брутосъздадения продукт

	Гъвкавост 3 А Р ³⁾							Гъвкавост 3 А Р						
	Гъвкавост (фигури)	Гъвкавост ⁴⁾	Гъвкавост				Гъвкавост (фигури)	Гъвкавост ⁴⁾	Гъвкавост					
			Гъвкавост	USD	JPY	CHF			GBP	Гъвкавост	USD	JPY	CHF	GBP
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
	Гъвкавост 3 А Р 3 А Р													
2005	1 517.7	95.6	4.4	2.0	0.3	0.4	1.4	1 980.9	97.8	2.2	1.1	0.3	0.1	0.5
2006	1 632.9	95.6	4.4	2.3	0.2	0.3	1.3	1 922.5	97.6	2.4	1.3	0.3	0.1	0.7
2007 3 кв.	1 727.6	95.2	4.8	2.4	0.3	0.2	1.5	2 020.7	97.5	2.5	1.4	0.3	0.1	0.7
4 кв.	1 737.0	95.2	4.8	2.4	0.3	0.3	1.5	2 144.0	97.7	2.3	1.4	0.2	0.1	0.5
2008 1 кв.	1 815.4	95.2	4.8	2.5	0.3	0.3	1.4	2 219.7	97.2	2.8	1.9	0.3	0.1	0.4
2 кв. ⁴⁾	1 888.9	94.8	5.2	2.6	0.3	0.3	1.7	2 292.6	97.2	2.8	1.9	0.3	0.1	0.4
	Гъвкавост 3 А Р 3 А Р													
2005	397.5	51.0	49.0	28.5	0.8	0.5	15.7	522.8	38.3	61.7	35.0	7.8	0.8	12.6
2006	514.5	52.2	47.8	28.8	0.7	0.4	14.5	594.4	38.9	61.1	36.5	4.9	0.8	14.2
2007 3 кв.	573.8	53.9	46.1	26.7	0.7	0.4	15.0	650.7	35.3	64.7	38.9	4.1	0.7	14.5
4 кв.	580.5	53.8	46.2	27.4	0.7	0.4	14.4	652.3	35.8	64.2	39.4	4.5	0.8	12.6
2008 1 кв.	635.8	50.8	49.2	30.3	0.8	0.5	14.4	629.0	38.1	61.9	36.8	5.8	0.8	11.4
2 кв. ⁴⁾	659.8	50.2	49.8	30.7	0.7	0.5	14.7	630.0	38.4	61.6	36.9	5.9	0.9	10.5

Р: Билионно евро.

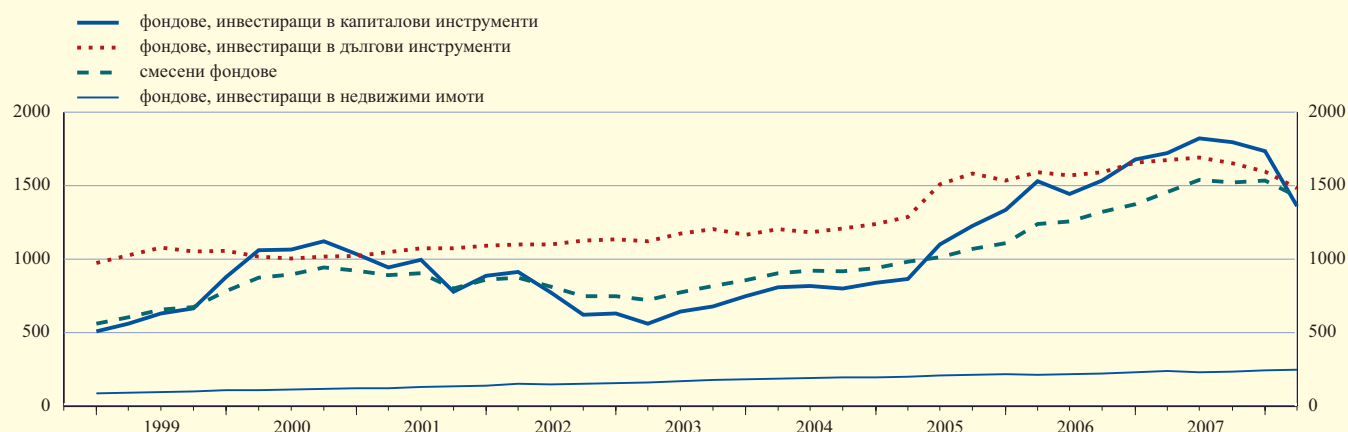
1) Изключени са данните за брутосъздадения продукт в сектора на финансовите институции.

2) Гъвкавостта на брутосъздадения продукт е изчислена като процент от брутосъздадения продукт в сектора на финансовите институции.

3) 1. Общ брутосъздаден продукт в сектора на финансовите институции, изчислен като процент от брутосъздадения продукт в сектора на финансовите институции.

4) 1. Общ нетен брутосъздаден продукт в сектора на финансовите институции, изчислен като процент от брутосъздадения продукт в сектора на финансовите институции.

(d) $\mathcal{H}_1$ is a Hilbert space.

[illegible][illegible][illegible]

1) $\uparrow$ G d f u d f i s l s w s d h s e i s j d e f f G d f u d f w f G d e i O f f s e i u i f f s h t s b d s h s c e f y t s b h d l s j b i d i y f d.

2.10 Активи на инвестиционните фондове на еврозоната с разбивки по инвестиционна политика и тип инвеститор
(дълж. в евр.; в млрд. € в края на периода)

1. А - тесно свързани фондове

	Година	Глобален	А - тесно свързани фондове			Фондове/инвестиционни фондове	Фондове/инвестиционни фондове	Глобален	Глобален
			Глобален	Глобален	Глобален				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
А - тесно свързани фондове									
2006 4 кв.	1 681.6	56.2	66.0	22.7	43.3	1 429.9	74.5	-	54.9
2007 1 кв.	1 724.1	59.4	65.8	25.7	40.0	1 461.7	78.6	-	58.6
2 кв.	1 825.7	61.1	67.9	27.4	40.5	1 546.6	84.2	-	65.9
3 кв.	1 797.1	72.0	68.7	26.7	41.9	1 505.5	82.4	-	68.5
4 кв.	1 735.5	58.1	71.8	26.5	45.2	1 464.2	79.5	-	61.9
2008 1 кв. ^(ф)	1 361.3	51.0	63.0	21.3	41.7	1 129.9	65.7	-	51.6
А - тесно свързани фондове									
2006 4 кв.	1 656.3	108.3	1 342.9	91.1	1 251.8	45.4	49.8	-	109.9
2007 1 кв.	1 674.1	112.3	1 355.7	95.1	1 260.6	44.5	52.5	-	109.0
2 кв.	1 692.2	114.9	1 345.5	99.5	1 246.0	62.8	55.8	-	113.2
3 кв.	1 654.6	109.9	1 318.4	97.0	1 221.5	62.6	53.3	-	110.4
4 кв.	1 596.8	116.1	1 273.1	92.7	1 180.4	58.0	49.8	-	99.8
2008 1 кв. ^(ф)	1 483.5	124.8	1 167.8	80.2	1 087.6	56.8	45.4	-	88.6
А - тесно свързани фондове									
2006 4 кв.	1 376.5	71.0	519.8	43.5	476.3	364.3	292.9	0.4	128.2
2007 1 кв.	1 459.8	73.8	530.9	45.5	485.4	380.9	322.3	0.3	151.5
2 кв.	1 539.7	84.0	529.5	50.2	479.3	399.0	346.5	0.9	179.8
3 кв.	1 523.2	86.2	522.6	46.3	476.3	405.4	345.1	0.5	163.3
4 кв.	1 535.4	89.7	547.0	47.3	499.7	393.1	343.6	0.7	161.4
2008 1 кв. ^(ф)	1 427.7	97.8	527.8	46.5	481.3	338.8	313.9	1.2	148.1
А - тесно свързани фондове									
2006 4 кв.	231.8	17.6	6.1	1.7	4.4	4.3	7.0	184.9	11.9
2007 1 кв.	238.5	18.9	6.7	1.9	4.8	4.6	9.6	186.1	12.6
2 кв.	230.8	18.8	6.6	1.9	4.7	4.3	10.0	178.1	12.9
3 кв.	236.1	20.7	6.4	1.6	4.8	3.9	13.1	179.2	12.8
4 кв.	244.2	19.7	6.0	1.5	4.5	3.4	12.5	187.9	14.7
2008 1 кв. ^(ф)	249.6	19.9	5.3	1.1	4.2	3.1	11.3	195.4	14.6

2. А - тесно свързани фондове

	Година	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален
	1	2	3	4	5	6	7	8	9
А - тесно свързани фондове									
2006 4 кв.	4 252.7	265.6	1 402.2	1 653.0	498.4	153.1	280.6	1 402.2	1 653.0
2007 1 кв.	4 373.2	274.4	1 420.5	1 696.3	529.1	153.3	299.5	1 420.5	1 696.3
2 кв.	4 577.1	281.1	1 431.2	1 819.5	576.6	145.0	323.7	1 431.2	1 819.5
3 кв.	4 468.3	287.9	1 375.7	1 791.2	564.1	142.9	306.4	1 375.7	1 791.2
4 кв.	4 344.6	279.9	1 336.9	1 717.4	569.6	149.1	291.8	1 336.9	1 717.4
2008 1 кв. ^(ф)	3 779.1	279.1	1 218.4	1 360.8	513.6	154.1	253.2	1 218.4	1 360.8
А - тесно свързани фондове									
2006 4 кв.	1 299.6	55.3	603.4	371.9	172.6	32.7	63.7	603.4	371.9
2007 1 кв.	1 341.0	58.2	610.9	375.5	189.9	33.3	73.2	610.9	375.5
2 кв.	1 412.4	65.4	612.4	399.5	207.8	34.7	92.7	612.4	399.5
3 кв.	1 424.5	70.4	639.3	377.3	209.5	37.7	90.2	639.3	377.3
4 кв.	1 436.7	73.4	656.6	360.0	214.5	40.0	92.2	656.6	360.0
2008 1 кв. ^(ф)	1 371.6	87.9	637.1	303.3	202.6	43.0	97.6	637.1	303.3

Р - Лексикон: Г - А - Г.

[illegible]

2) $\lambda_1, \lambda_2 \in \mathbb{C}$ are the eigenvalues of the matrix A and $\mu_1, \mu_2 \in \mathbb{C}$ are the eigenvalues of the matrix B . The matrix A is Hermitian and the matrix B is anti-Hermitian. The matrix A is positive definite and the matrix B is negative definite. The matrix A is real and the matrix B is complex. The matrix A is symmetric and the matrix B is skew-symmetric. The matrix A is orthogonal and the matrix B is unitary. The matrix A is invertible and the matrix B is non-invertible. The matrix A is diagonalizable and the matrix B is not diagonalizable. The matrix A is normal and the matrix B is not normal. The matrix A is nilpotent and the matrix B is not nilpotent. The matrix A is idempotent and the matrix B is not idempotent. The matrix A is projective and the matrix B is not projective. The matrix A is reflexive and the matrix B is not reflexive. The matrix A is involutory and the matrix B is not involutory. The matrix A is symmetric and the matrix B is skew-symmetric. The matrix A is orthogonal and the matrix B is unitary. The matrix A is invertible and the matrix B is non-invertible. The matrix A is diagonalizable and the matrix B is not diagonalizable. The matrix A is normal and the matrix B is not normal. The matrix A is nilpotent and the matrix B is not nilpotent. The matrix A is idempotent and the matrix B is not idempotent. The matrix A is projective and the matrix B is not projective. The matrix A is reflexive and the matrix B is not reflexive. The matrix A is involutory and the matrix B is not involutory.

3.1 Обобщени икономически и финансови сметки по институционални сектори (продължение)

[illegible]

RLSudaf: 7 11.

3.2 Нефинансови сметки на еврозоната (млрд. евро; кумулативни потоци за 4 тримесечия)

၁) ဂဏ်သင်္ချာဆိုင်ရာ အခြေခံဗဟုသုတများ ပြည့်စုံစေရန်

[illegible]

3.5 Застрахователни дружества и пенсионни фондове

[illegible][illegible]

ЕЦБ
Месечен бюлетин
Септември 2008

1. u OdhOcf j dcfhfjcf, Btezlsts

RLtsudfC; r A J.

С 36 ЕЦБ
Месечен бюлетин
Септември 2008

2. r d3dfn3f, d4 lts

[illegible]

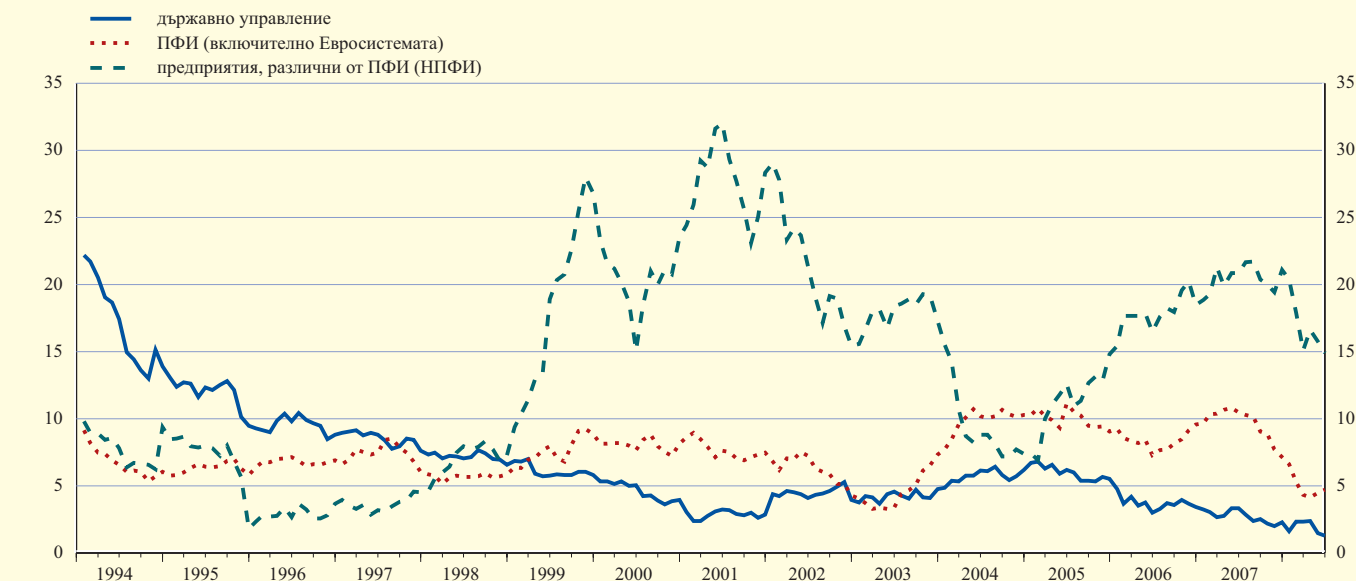
The chart displays two data series over time from 2003 to 2007. The blue bars represent 'netni emisii' (net emissions), and the red bars represent 'netni emisii, sezonno izgladeni' (net emissions, seasonally adjusted). The y-axis ranges from -100 to 200. The x-axis shows years from 2003 to 2007. The blue bars show more volatility, with a significant negative spike in early 2003 and a major peak in late 2006. The red bars are generally smoother, representing the trend after seasonal adjustments.

$$R \models \text{LSt}(\mathcal{L}) \text{ iff } \vdash \mathcal{L}.$$

4.3 Темпове на прираст на ценните книжа, различни от акции, емитирани от резиденти на еврозоната¹⁾
(fifteen digits data)

	1. tsq'ib' daf tsj d'fse j d'of t'af t'ofib' (fij us d'as d'ij d'af d'af d'af d'af)						2. j f'ij d'ij fij u d'af fij us d'as d'af d'af d'af tsj d'fse j d'of t'af t'ofib'						
	f B ^h ts	1 AR (o s d'af u f- tsj d'as f'af ts f'af ts tsj d'af)	1 tsj h'af ts'af ts'af, af d'af d'af ts 1 AR (1 1 AR)		f ^j ts'af d'as ts'af t'af d'af d'af		f B ^h ts	1 AR (o s d'af u f- tsj d'as f'af ts f'af ts tsj d'af)	1 tsj h'af ts'af ts'af, af d'af d'af ts 1 AR (1 1 AR)		f ^j ts'af d'as ts'af t'af d'af d'af		
			1 tsj f'af d'af d'af af d'af d'af d'af f'af ts h'af ts' af ts'af (1 1 1 1)	1 tsj f'af d'af f'af d'af f'af ts'af ts'af (1 1 1)	1 tsj d'af d'as h'af ts'af d'as ts'af t'af d'af d'af	f ^j ts'af d'as ts'af t'af d'af d'af d'af - h'af d'af			1 tsj f'af d'af d'af af d'af d'af d'af f'af ts h'af ts' af ts'af (1 1 1 1)	1 tsj f'af d'af f'af d'af f'af ts'af ts'af (1 1 1)	1 tsj d'af d'as h'af ts'af d'as ts'af t'af d'af d'af	f ^j ts'af d'as ts'af t'af d'af d'af d'af - h'af d'af	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	
	f B ^h ts												
2007	af	9.2	10.8	27.9	8.2	3.8	3.2	9.8	10.9	30.2	12.0	4.1	1.7
	af	9.1	10.8	28.4	10.0	3.3	2.5	9.5	10.0	30.0	15.4	3.6	1.3
	d'af	9.1	11.0	28.5	9.5	3.1	2.5	9.0	9.7	26.4	11.5	3.8	3.1
	f'af ts	9.0	10.9	27.0	8.0	3.2	4.2	8.0	9.7	18.6	8.5	3.5	3.2
	ts'af	9.1	11.0	26.8	8.8	3.0	5.4	9.0	10.4	25.9	8.9	3.4	4.5
	d'af ts	8.6	10.4	25.6	8.9	2.7	4.2	7.6	9.3	22.8	9.0	1.6	5.2
h'af	9.0	10.6	28.4	8.8	2.7	3.6	8.2	10.4	26.6	6.1	1.5	5.5	
2008	af	8.5	10.0	27.0	10.6	2.2	3.1	7.5	9.8	24.1	6.2	0.9	4.8
	af	8.0	8.7	24.4	9.9	2.9	2.8	6.9	7.5	22.3	8.2	2.1	2.4
	d'af	7.0	7.7	20.9	7.8	2.8	1.7	6.1	5.7	23.1	7.0	2.1	0.2
	f'af ts	7.1	7.2	23.1	6.6	2.9	1.1	5.1	4.1	20.3	4.1	2.4	-2.3
	ts'af	6.7	7.8	21.7	6.5	1.6	2.9	5.8	6.3	20.4	4.0	1.6	0.7
	d'af	6.6	8.1	21.8	4.0	1.4	2.8	5.1	6.1	17.2	1.8	1.2	0.1
		f ^j d'af ts'af ts'af											
2007	af	8.9	10.5	28.5	6.2	3.3	3.4	8.8	10.1	31.4	7.9	2.4	1.2
	af	8.8	10.3	29.1	7.0	2.9	2.7	8.3	9.1	31.3	7.6	2.1	1.2
	d'af	8.5	10.1	29.3	6.6	2.4	2.7	7.5	7.6	27.5	6.8	2.3	2.9
	f'af ts	7.9	9.0	27.8	5.6	2.4	3.5	6.1	5.8	19.6	4.8	2.9	1.7
	ts'af	7.7	8.8	27.0	5.5	2.0	4.6	6.6	5.6	25.6	4.7	2.7	2.8
	d'af ts	7.1	7.7	25.8	6.0	1.9	3.1	5.4	4.6	22.0	5.7	1.4	3.2
	h'af	7.3	7.1	28.5	5.1	2.3	2.7	5.7	4.2	25.7	2.4	2.0	4.0
2008	af	6.7	6.6	27.1	5.8	1.6	2.2	5.1	4.1	23.1	4.1	1.0	3.1
	af	6.1	5.3	23.3	5.7	2.3	1.9	4.7	2.9	19.3	4.6	2.3	0.9
	d'af	5.3	4.3	19.8	4.2	2.4	0.9	4.5	2.8	19.9	3.6	2.0	0.0
	f'af ts	5.5	4.1	22.0	4.3	2.5	0.4	4.4	2.7	18.5	3.8	2.3	-2.0
	ts'af	5.1	4.5	20.3	5.1	1.4	1.8	4.9	4.3	18.4	4.5	1.4	0.4
	d'af	5.0	4.7	20.3	2.3	1.2	1.7	4.3	5.2	15.4	2.2	0.4	-0.1

G17 Годишни темпове на прираст на дългосрочните дългови ценни книжа, по сектор на емитента, във всички валути
(*atsund' das t' tsasuj datsus dl'dg dā daj*)

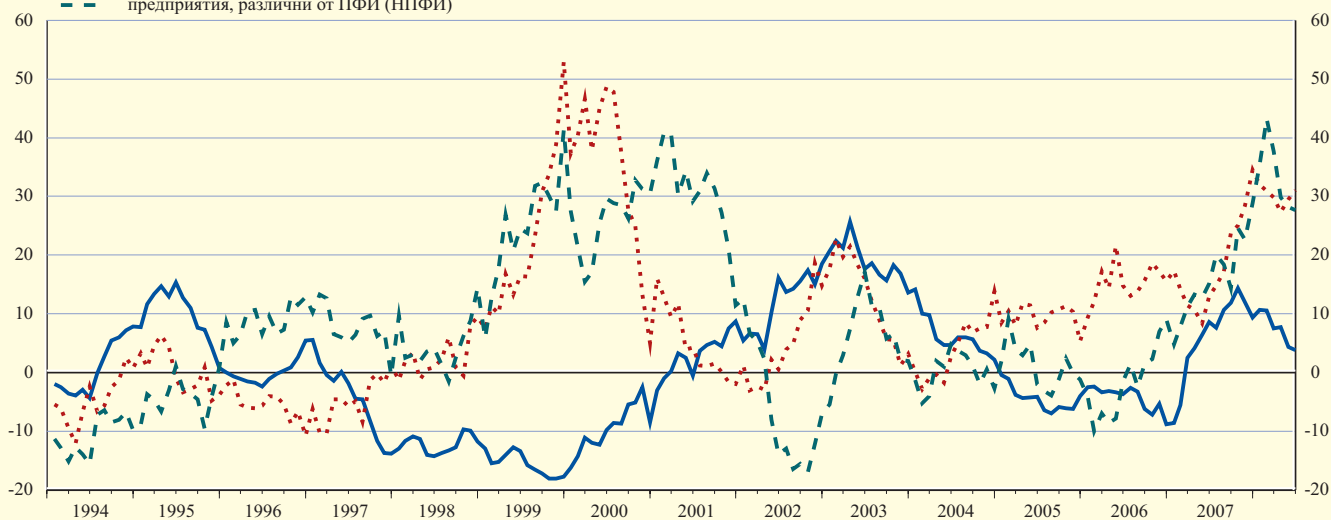


RLtsydzfG: r A J.

1) ၂ဝဝ၆ခုနှစ်၊ ဇူလိုင်လ ၁ ရက်နေ့တွင် အောက်ဖော်ပြပါအတိုင်း ဆောင်ရွက်ခဲ့ကြောင်း တွေ့ရှိရသည်။

	ፖ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት						ፖ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት					
	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	ፓ ፊ ድሳለፍሳህርቱ ገንዘብና ስራ ስርዓቱን ለማረጋገጥ የሚያስፈልጉትን ድጋፍ ማግኘት	
2006	4.5	4.7	14.0	0.4	3.2	13.5	16.1	11.9	40.1	25.7	5.0	4.3
2007	5.1	7.1	17.4	3.5	2.4	6.6	15.7	11.1	37.8	18.5	3.8	-1.7
2007 3 ነገር	5.3	8.0	17.1	4.3	2.3	4.9	16.2	11.1	39.8	19.8	4.4	-4.7
4 ነገር	4.5	6.7	13.1	4.4	1.8	6.3	15.1	9.0	39.3	14.5	4.8	-6.5
2008 1 ነገር	3.3	5.3	8.4	4.2	1.3	3.3	14.3	6.0	38.7	12.5	11.4	-3.2
2 ነገር	2.6	4.2	5.0	3.8	1.3	1.3	12.1	4.9	33.1	8.2	7.6	0.2
2008 ወር	3.3	6.0	10.1	4.5	0.7	3.9	15.4	6.7	41.9	13.2	11.6	-4.5
የወር	3.1	4.8	6.7	4.4	1.5	2.4	13.8	5.3	37.4	12.9	12.2	-0.1
የወር	2.5	3.5	5.6	2.8	1.5	1.4	12.2	4.8	30.9	12.3	12.3	-1.1
የወር	2.6	3.7	5.0	3.6	1.7	0.8	12.4	4.6	35.9	9.4	7.2	-1.2
የወር	2.6	4.6	4.3	5.1	1.0	1.7	12.2	5.4	32.5	8.1	6.9	1.8
ወር	2.7	5.1	5.7	2.9	0.9	1.7	11.2	4.9	31.1	2.3	5.4	1.4
2006	3.8	3.1	11.5	-0.4	3.2	13.7	14.9	10.1	36.6	28.0	5.2	3.5
2007	4.5	6.4	14.1	1.9	2.7	6.7	15.0	10.2	35.5	18.3	3.9	-2.4
2007 3 ነገር	4.6	7.1	14.0	2.9	2.5	5.1	15.7	10.3	38.0	18.9	4.5	-5.6
4 ነገር	4.0	6.2	10.9	3.0	2.1	6.6	14.9	8.7	37.9	13.3	4.9	-7.1
2008 1 ነገር	2.9	4.9	7.1	2.9	1.5	3.5	14.9	5.8	39.1	11.7	11.7	-4.0
2 ነገር	2.4	3.9	4.3	2.0	1.5	1.4	13.3	5.6	34.4	7.9	8.0	-1.2
2008 ወር	2.9	5.4	8.7	3.3	0.9	4.2	15.9	6.6	42.0	12.3	11.9	-4.8
የወር	2.8	4.5	5.8	3.2	1.7	2.5	14.5	5.2	38.1	12.0	12.5	-1.3
የወር	2.3	3.1	4.5	1.0	1.7	1.4	12.8	4.4	32.0	11.8	12.9	-2.7
የወር	2.4	3.4	4.0	1.8	1.9	0.8	13.5	4.9	37.6	8.8	7.6	-2.6
የወር	2.3	4.3	3.8	3.5	1.1	1.7	13.6	6.4	33.8	7.8	7.3	0.5
ወር	2.5	4.9	6.0	0.6	1.1	1.8	12.7	6.2	32.1	2.7	5.8	

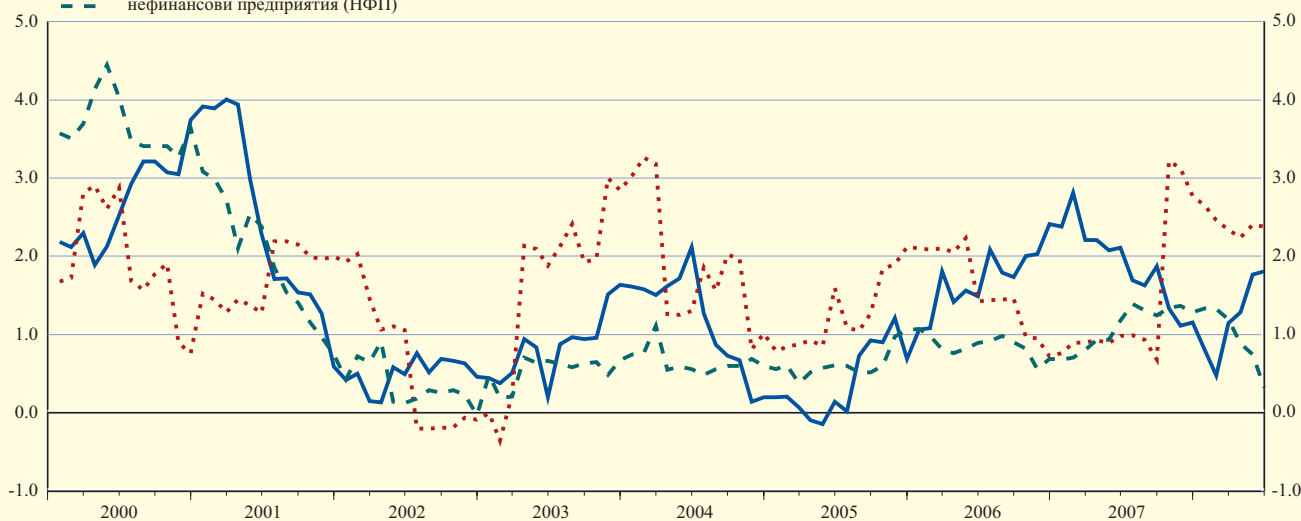
- държавно управление
- ... ПФИ (включително Евросистемата)
- предприятия, различни от ПФИ (НПФИ)

[illegible]

1. Խ ՕձԻՕզ ԳՆԻՈՒՆ ձևի ԼԵՅ ԴՅԻՏԵՅ ԴՕԻՖԵԴԵՐԵՆՍԻՅ
 ԲԻՕՁԻՕՆՅ ԴՅՆԵՕՆ ԴՕԻՖԻ ԵՖԻՏԻՕՆ

[illegible]

— ПФИ
 непарични финансови предприятия (НПФП)
 - - - - нефинансови предприятия (НФП)



1) 1 0 d l u f n r 2 0 d i s s 0 0 d n i f n o f l s i d f t s e j l s i d d f t e f t o f h s o f y d j l s s t s d s g u j f f d l s b i d i y f d .

1. $\int \frac{dx}{x^2} = -\frac{1}{x} + C$ (where C is a constant)

[illegible]

2. $\int_{\mathbb{R}^n} |\nabla u|^2 dx \leq C \int_{\mathbb{R}^n} |u|^2 dx$ for all $u \in C_c^\infty(\mathbb{R}^n)$.

[illegible]

3. $\int d\tau \partial_j \left(d_{ij}^w \frac{d}{dt} t_{ij}^w + t_{ij}^w h_{ij}^w \right) - d_{ij}^w \frac{d}{dt} t_{ij}^w + t_{ij}^w h_{ij}^w$ ($d_{ij}^w = B(d_{ij})$)

[illegible]

RLTSydzfC: r A J .

1) r Oduf si fi j tsdCh'ls LOt fts d j dzə fi fisə də ə tsLSdLSQ i Of ts-tʃ tshTSB d d w stsd Qud^w ə d y tsB^h dʒi B j d z y ɬ d.

2) 1 0 s 0 d f 0 s i g n e d w d d i n s t e z d j d s c d z s e b d l d j f n d f i d z h o f i e t f o h d s r o d z d j d z f t e o v d o f j t e f s h o

[illegible][illegible]

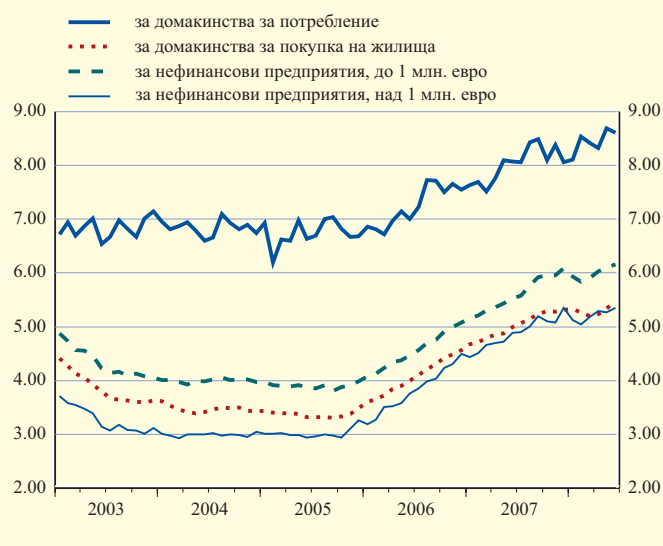
4. $\int \frac{dx}{x^2 + 1} = \arctan x + C$ (f) $\frac{d}{dx} \arctan x = \frac{1}{1+x^2}$

	ፖፓላዊ ምርመራ ዕድገት					ፖፓላዊ ምርመራ ዕድገት ምርመራ (ሰዓት)			ፖፓላዊ ምርመራ	
	ፖፓላዊ ምርመራ	ፖፓላዊ ምርመራ ዕድገት		ፖፓላዊ ምርመራ ዕድገት ምርመራ (ሰዓት)		ፖፓላዊ ምርመራ	ፖፓላዊ ምርመራ ዕድገት			
		ፖፓላዊ ምርመራ	ፖፓላዊ ምርመራ	ፖፓላዊ ምርመራ	ፖፓላዊ ምርመራ		ፖፓላዊ ምርመራ	ፖፓላዊ ምርመራ		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	
2007	ዕድገት	1.10	3.49	3.02	2.45	3.40	1.81	3.92	4.00	3.85
	ጭነት	1.14	3.58	3.03	2.53	3.46	1.89	4.03	4.07	3.89
	ፖፓላዊ ምርመራ	1.16	3.68	3.06	2.58	3.50	1.91	4.13	4.09	3.93
	ፖፓላዊ ምርመራ	1.17	3.79	3.04	2.53	3.57	1.97	4.18	4.11	3.93
	ፖፓላዊ ምርመራ	1.18	3.85	3.06	2.54	3.64	2.01	4.21	4.18	3.97
	ፖፓላዊ ምርመራ	1.18	3.95	3.03	2.57	3.68	1.95	4.33	4.17	4.01
2008	ዕድገት	1.20	3.98	3.06	2.57	3.75	2.01	4.27	4.21	4.01
	ጭነት	1.21	3.99	3.11	2.65	3.77	2.01	4.23	4.24	3.97
	ፖፓላዊ ምርመራ	1.22	4.01	3.07	2.69	3.78	2.03	4.29	4.24	3.96
	ፖፓላዊ ምርመራ	1.22	4.07	3.07	2.72	3.81	2.05	4.37	4.29	3.91
	ፖፓላዊ ምርመራ	1.23	4.13	3.06	2.73	3.84	2.07	4.43	4.26	4.04
	ዕድገት	1.24	4.20	3.08	2.74	3.88	2.06	4.49	4.32	4.12

5. $\int \frac{dx}{x^2 + 1} = \arctan x + C$

[illegible]

Г22 Нови кредити с плаващ лихвен процент и с до 1 година първоначален период на фиксиране на лихвения процент
(if tsuqj dtsf tshnⁿ dts bj l sⁿ dz vj dⁿ tsf hf: fng nds LOfj tefshⁿ)

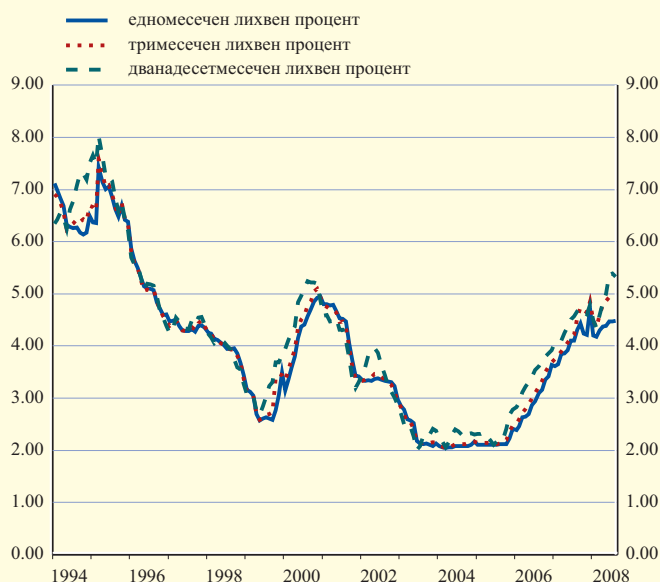


(tʰtətsuj dʌsɿŋ ɡʌʃhɯʰ dʌs; fɪŋj ɦdʌf fɪlɪs? dʌfɪlɪsɿ Lɔʈfj tɛdʃʰɔ)

		ԵՄ անդամ երկրներ					ՀԱԵԿ	ՀԱԵԿ
		ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք (ՀԱԵԿ)	ԵՄ անդամ երկրների միջին արժեք (EURIBOR)	ԵՄ անդամ երկրների միջին արժեք (EURIBOR)	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք (EURIBOR)	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք (EURIBOR)	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք (ՀԱԵԿ)	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք (ՀԱԵԿ)
		1	2	3	4	5	6	7
2005		2.09	2.14	2.18	2.23	2.33	3.56	0.06
2006		2.83	2.94	3.08	3.23	3.44	5.19	0.30
2007		3.87	4.08	4.28	4.35	4.45	5.30	0.79
2007	2 կիս	3.86	3.96	4.07	4.20	4.38	5.36	0.69
	3 կիս	4.05	4.28	4.49	4.56	4.65	5.45	0.89
	4 կիս	3.95	4.37	4.72	4.70	4.68	5.02	0.96
2008	1 կիս	4.05	4.23	4.48	4.48	4.48	3.26	0.92
	2 կիս	4.00	4.41	4.86	4.93	5.05	2.75	0.92
2007	Շուկայի միջին արժեք	4.05	4.31	4.54	4.59	4.67	5.48	0.92
	ԵՄ անդամ երկրների միջին արժեք	4.03	4.43	4.74	4.75	4.72	5.49	0.99
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	3.94	4.24	4.69	4.66	4.65	5.15	0.97
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.02	4.22	4.64	4.63	4.61	4.96	0.91
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	3.88	4.71	4.85	4.82	4.79	4.97	0.99
2008	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.02	4.20	4.48	4.50	4.50	3.92	0.89
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.03	4.18	4.36	4.36	4.35	3.09	0.90
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.09	4.30	4.60	4.59	4.59	2.78	0.97
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	3.99	4.37	4.78	4.80	4.82	2.79	0.92
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.01	4.39	4.86	4.90	4.99	2.69	0.92
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.01	4.47	4.94	5.09	5.36	2.77	0.92
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.19	4.47	4.96	5.15	5.39	2.79	0.92
	ՀԱԵԿ-ի միջին արժեք	4.30	4.49	4.97	5.16	5.32	2.81	0.89

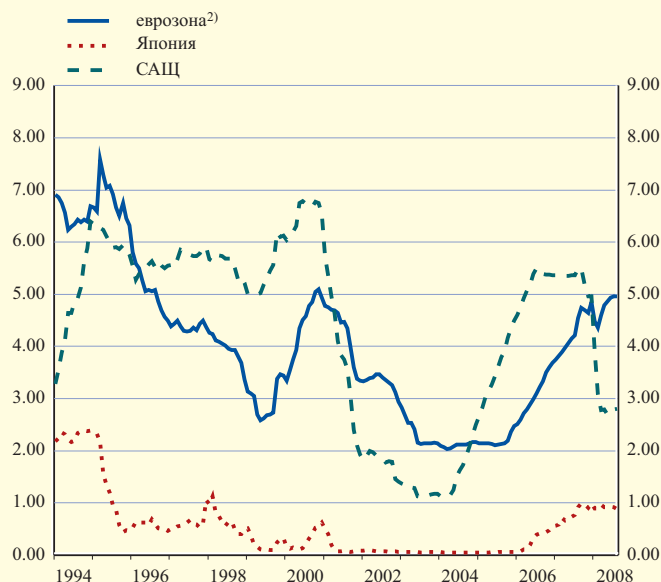
Г23 Лихвени проценти на паричния пазар на еврозоната²⁾

(dʒ fɪj ɪdʒ hʊdʒ; ʃ tʌsɪj dʒɪf ɡɪʃɪfⁿ dʒs)



Г24 Тримесечни лихвени проценти на паричния пазар

(dʒ fɪj ɪdʒ f hOʊdʒ; tʃ tʌsɪj dʒɪf ɪʃhɪdʒ^h dʒs)



RLSyzf: r A I .

- [illegible]

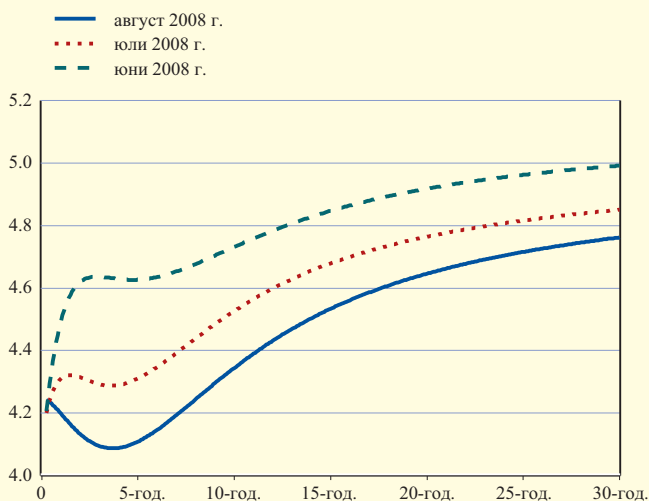
4.7 Криви на доходност в еврозоната ¹⁾

(издадена е в съответствие с Регламент 2009/1276/ЕО на Съвета относно техническите спецификации за данни за доходност на облигации, издадени в еврозоната)

	в 10-годишна дата на изплащане								в 10-годишна дата на изплащане			
	3-мес. фьючър	1-мес. дата	2-мес. дата	5-мес. дата	7-мес. дата	10-мес. дата	10-мес. дата - 3-мес. фьючър (фий)	10-мес. дата - 2-мес. дата (фий)	1-мес. дата	2-мес. дата	5-мес. дата	10-мес. дата
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
2006 г. юли	3.44	3.76	3.82	3.83	3.86	3.91	0.47	0.09	3.92	3.85	3.88	4.08
2007 г. юли	3.54	3.84	3.92	3.96	4.00	4.06	0.53	0.15	4.01	3.97	4.05	4.25
юли	3.63	3.79	3.80	3.81	3.85	3.92	0.29	0.12	3.85	3.77	3.90	4.13
август	3.70	3.92	3.95	3.93	3.96	4.02	0.33	0.08	4.03	3.93	3.97	4.25
септември	3.81	4.01	4.06	4.06	4.08	4.13	0.32	0.07	4.14	4.08	4.08	4.33
октомври	3.86	4.21	4.31	4.32	4.33	4.37	0.51	0.06	4.44	4.37	4.33	4.51
ноември	3.90	4.26	4.38	4.43	4.46	4.51	0.61	0.13	4.51	4.48	4.49	4.68
декември	3.98	4.23	4.28	4.28	4.30	4.36	0.38	0.08	4.36	4.28	4.32	4.53
януари	3.86	3.98	4.03	4.12	4.20	4.32	0.47	0.29	4.07	4.09	4.32	4.67
февруари	3.80	3.96	4.03	4.15	4.25	4.38	0.57	0.35	4.08	4.13	4.39	4.75
март	3.87	4.01	4.06	4.10	4.17	4.29	0.42	0.23	4.11	4.08	4.25	4.63
април	3.86	3.84	3.82	3.91	4.03	4.21	0.35	0.39	3.81	3.80	4.19	4.76
май	3.85	4.00	4.01	4.11	4.23	4.38	0.52	0.36	4.06	4.02	4.40	4.78
2008 г. юли	3.81	3.55	3.42	3.59	3.79	4.05	0.24	0.62	3.32	3.34	4.08	4.80
август	3.83	3.42	3.20	3.43	3.72	4.06	0.23	0.86	3.04	3.03	4.16	4.99
септември	3.87	3.70	3.60	3.70	3.87	4.13	0.26	0.54	3.53	3.49	4.10	4.91
октомври	3.90	3.89	3.86	3.95	4.10	4.32	0.42	0.46	3.86	3.81	4.29	4.95
ноември	3.88	4.20	4.28	4.27	4.35	4.52	0.64	0.24	4.41	4.29	4.40	5.03
декември	4.21	4.49	4.62	4.63	4.65	4.73	0.52	0.11	4.73	4.72	4.64	5.00
януари	4.20	4.31	4.31	4.31	4.39	4.53	0.33	0.21	4.36	4.27	4.46	4.93
февруари	4.24	4.20	4.13	4.11	4.19	4.34	0.10	0.21	4.13	4.02	4.26	4.82

Г25 Спот криви на доходност в еврозоната

(издадена е в съответствие с Регламент 2009/1276/ЕО на Съвета относно техническите спецификации за данни за доходност на облигации, издадени в еврозоната)



Г26 Спот лихвени проценти и спредове в еврозоната

(издадена е в съответствие с Регламент 2009/1276/ЕО на Съвета относно техническите спецификации за данни за доходност на облигации, издадени в еврозоната)

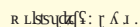


Източник: ЕЦБ, EuroMTS, Fitch Ratings.

1) Източник: ЕЦБ, EuroMTS, Fitch Ratings.

(dʌŋgəŋ dʌŋgəŋ dʌŋgəŋ fɪŋfɪŋ sɪ ə tʃɪ dʌŋgəŋ sɪ ; fɪŋgəŋ dʌŋgəŋ fɪŋfɪŋ sɪ dʌŋgəŋ fɪŋfɪŋ L O tʃɪ tɛdʃɪŋ)

(^wdzzOedf 1994 G = 100; fmgj hdxz d3 fjj ydxz flsts2 dz flstsc)

[illegible]

ЦЕНИ, ПРОИЗВОДСТВО, ТЪРСЕНЕ И ПАЗАР НА ТРУДА

5.1 Хармонизиран индекс на потребителските цени (ХИПШ), други цени и разходи (годишно процентно изменение, ако не е посочено друго)

1. Месечен индекс на потребителските цени (ХИПШ) и други цени и разходи¹⁾

	Общо					Общо (с.и., процентно изменение спрямо предходния период)						Допълнителен показател: административно определяни цени ²⁾	
	Индекс на 2005 г. = 100	Индекс на 2010 г. = 100		Индекс на 2011 г. = 100	Индекс на 2012 г. = 100	Индекс на 2013 г. = 100	Индекс на 2014 г. = 100	Индекс на 2015 г. = 100	Индекс на 2016 г. = 100	Индекс на 2017 г. = 100	Индекс на 2018 г. = 100	Индекс на 2019 г. = 100	Индекс на 2020 г. = 100
		Индекс на 2010 г. = 100	Индекс на 2011 г. = 100										
% изменение (г/г)	100.0	100.0	82.6	59.1	40.9	100.0	11.9	7.6	29.8	9.8	40.9	87.8	12.2
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13
2004	97.9	2.1	2.1	1.8	2.6	-	-	-	-	-	-	1.9	3.6
2005	100.0	2.2	1.5	2.1	2.3	-	-	-	-	-	-	2.1	2.5
2006	102.2	2.2	1.5	2.3	2.0	-	-	-	-	-	-	2.1	2.6
2007	104.4	2.1	2.0	1.9	2.5	-	-	-	-	-	-	2.2	2.0
2007 2 кв.	104.4	1.9	1.9	1.5	2.6	0.8	0.5	0.8	0.2	3.3	0.7	1.9	2.1
2007 3 кв.	104.4	1.9	2.0	1.5	2.5	0.5	1.1	0.9	0.2	0.7	0.5	1.9	1.7
2007 4 кв.	105.7	2.9	2.3	3.2	2.5	1.0	2.6	1.2	0.3	2.9	0.6	3.1	1.8
2008 1 кв.	106.4	3.4	2.5	3.9	2.6	1.0	2.0	0.5	0.2	3.4	0.7	3.5	2.2
2008 2 кв.	108.1	3.6	2.5	4.5	2.4	1.1	1.1	1.1	0.2	6.0	0.6	3.8	2.4
2008 3 кв.	107.2	3.6	2.7	4.1	2.8	0.5	0.3	0.7	0.1	2.3	0.4	3.7	2.4
2008 4 кв.	107.6	3.3	2.4	4.0	2.3	0.1	0.4	0.2	0.0	1.0	-0.1	3.4	2.3
2009 1 кв.	108.2	3.7	2.5	4.5	2.5	0.6	0.2	0.6	0.0	3.6	0.3	3.8	2.4
2009 2 кв.	108.6	4.0	2.5	5.0	2.5	0.5	0.3	0.4	0.1	2.6	0.2	4.2	2.5
2009 3 кв.	108.5	4.0	2.5	5.1	2.6	0.3	0.3	0.7	-0.2	1.3	0.2	4.3	2.8
2009 4 кв.	.	3.8	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.

	Стоки						Услуги						
	Индекс на 2005 г. = 100			Индекс на 2010 г. = 100			Индекс на 2011 г. = 100		Индекс на 2012 г. = 100		Индекс на 2013 г. = 100		Индекс на 2014 г. = 100
	Индекс на 2005 г. = 100	Индекс на 2010 г. = 100	Индекс на 2011 г. = 100	Индекс на 2010 г. = 100	Индекс на 2011 г. = 100	Индекс на 2012 г. = 100	Индекс на 2013 г. = 100	Индекс на 2014 г. = 100	Индекс на 2015 г. = 100	Индекс на 2016 г. = 100	Индекс на 2017 г. = 100	Индекс на 2018 г. = 100	
% изменение (г/г)	19.5	11.9	7.6	39.6	29.8	9.8	10.1	6.0	6.1	3.3	14.7	6.8	
	14	15	16	17	18	19	20	21	22	23	24	25	
2004	2.3	3.4	0.6	1.6	0.8	4.5	2.4	1.9	2.8	-2.0	2.4	5.1	
2005	1.6	2.0	0.8	2.4	0.3	10.1	2.6	2.0	2.7	-2.2	2.3	3.1	
2006	2.4	2.1	2.8	2.3	0.6	7.7	2.5	2.1	2.5	-3.3	2.3	2.3	
2007	2.8	2.8	3.0	1.4	1.0	2.6	2.7	2.0	2.6	-1.9	2.9	3.2	
2007 2 кв.	2.5	2.0	3.3	1.0	1.0	0.5	2.7	2.0	2.6	-1.9	2.9	3.6	
2007 3 кв.	2.5	2.5	2.4	0.9	1.0	0.7	2.7	2.0	2.4	-1.5	3.0	3.4	
2007 4 кв.	3.9	4.5	3.1	2.8	1.0	8.1	2.7	2.0	2.6	-2.1	3.0	3.2	
2008 1 кв.	5.2	6.4	3.5	3.2	0.8	10.7	2.5	1.9	3.1	-2.5	3.2	3.2	
2008 2 кв.	5.7	6.9	3.7	3.9	0.8	13.6	2.3	1.9	3.6	-1.8	3.0	2.2	
2008 3 кв.	5.2	6.5	3.3	3.1	0.8	10.4	2.5	1.9	3.0	-3.1	3.1	3.2	
2008 4 кв.	5.6	6.8	3.8	3.4	0.9	11.2	2.5	1.9	3.3	-1.5	3.7	3.1	
2009 1 кв.	5.4	7.0	3.1	3.2	0.8	10.8	2.4	1.8	3.2	-1.6	2.7	2.1	
2009 2 кв.	5.8	6.9	3.9	3.9	0.7	13.7	2.3	1.9	3.8	-1.7	3.1	2.2	
2009 3 кв.	5.8	7.0	4.0	4.5	0.8	16.1	2.3	1.9	4.0	-1.9	3.2	2.2	
2009 4 кв.	6.1	7.2	4.4	4.6	0.5	17.1	2.3	1.9	4.1	-2.2	3.4	2.2	

Р. Индекс на 2005 г. = 100; индекс на 2010 г. = 100; индекс на 2011 г. = 100; индекс на 2012 г. = 100; индекс на 2013 г. = 100; индекс на 2014 г. = 100; индекс на 2015 г. = 100; индекс на 2016 г. = 100; индекс на 2017 г. = 100; индекс на 2018 г. = 100; индекс на 2019 г. = 100; индекс на 2020 г. = 100.

1) Индекс на 2005 г. = 100; индекс на 2010 г. = 100; индекс на 2011 г. = 100; индекс на 2012 г. = 100; индекс на 2013 г. = 100; индекс на 2014 г. = 100; индекс на 2015 г. = 100; индекс на 2016 г. = 100; индекс на 2017 г. = 100; индекс на 2018 г. = 100; индекс на 2019 г. = 100; индекс на 2020 г. = 100.

2) Индекс на 2005 г. = 100; индекс на 2010 г. = 100; индекс на 2011 г. = 100; индекс на 2012 г. = 100; индекс на 2013 г. = 100; индекс на 2014 г. = 100; индекс на 2015 г. = 100; индекс на 2016 г. = 100; индекс на 2017 г. = 100; индекс на 2018 г. = 100; индекс на 2019 г. = 100; индекс на 2020 г. = 100.

3) Индекс на 2005 г. = 100; индекс на 2010 г. = 100; индекс на 2011 г. = 100; индекс на 2012 г. = 100; индекс на 2013 г. = 100; индекс на 2014 г. = 100; индекс на 2015 г. = 100; индекс на 2016 г. = 100; индекс на 2017 г. = 100; индекс на 2018 г. = 100; индекс на 2019 г. = 100; индекс на 2020 г. = 100.

4) Индекс на 2005 г. = 100; индекс на 2010 г. = 100; индекс на 2011 г. = 100; индекс на 2012 г. = 100; индекс на 2013 г. = 100; индекс на 2014 г. = 100; индекс на 2015 г. = 100; индекс на 2016 г. = 100; индекс на 2017 г. = 100; индекс на 2018 г. = 100; индекс на 2019 г. = 100; индекс на 2020 г. = 100.

5.1 Хармонизиран индекс на потребителските цени (ХИПЦ), други цени и разходи

(годишно процентно изменение, ако не е посочено друго)

4. Целесъобразен ЛОИПЦ на жилищни услуги, изчисляван по различен начин, и изчисляван по различен начин на жилищни услуги

	Общо (индекс 2000 г. = 100)	Общо	По икономически дейности				
			в жилищни услуги	в жилищни услуги	в жилищни услуги	в жилищни услуги	в жилищни услуги
	1	2	3	4	5	6	7
Целесъобразен ЛОИПЦ на жилищни услуги ⁽¹⁾							
2004	107.6	0.8	-12.2	-1.2	3.2	0.1	2.3
2005	108.7	1.1	8.4	-1.0	3.0	0.7	1.9
2006	109.8	1.0	2.3	-0.6	2.8	0.2	2.3
2007	111.5	1.5	0.6	-0.3	3.9	1.0	2.8
2007 1 кв.	110.6	1.0	0.0	-0.9	2.3	0.0	2.1
2 кв.	111.3	1.3	0.9	0.2	4.1	0.4	3.0
3 кв.	111.4	1.5	0.9	-0.8	4.9	1.5	1.8
4 кв.	112.5	2.4	0.8	0.3	4.4	2.2	2.5
2008 1 кв.	113.3	2.4	1.3	1.1	1.8	2.0	2.4
Изчисляван по различен начин на жилищни услуги							
2004	110.0	2.1	1.2	2.9	2.9	1.5	2.4
2005	112.0	1.8	1.8	1.8	2.0	1.7	1.8
2006	114.5	2.2	2.7	3.4	3.4	1.6	1.6
2007	117.3	2.4	3.2	2.8	3.3	1.9	2.4
2007 1 кв.	116.3	2.4	3.0	2.4	4.0	2.1	2.5
2 кв.	117.0	2.2	3.7	3.1	2.4	1.9	1.7
3 кв.	117.3	2.2	3.1	2.4	3.2	2.0	1.6
4 кв.	118.5	2.8	2.9	3.0	3.6	1.8	3.1
2008 1 кв.	119.7	2.9	3.6	3.3	4.0	2.0	2.7
Целесъобразен ЛОИПЦ на жилищни услуги ⁽²⁾							
2004	102.3	1.4	15.4	4.1	-0.3	1.4	0.2
2005	103.0	0.7	-6.1	2.8	-1.0	1.0	-0.2
2006	104.3	1.2	0.4	4.0	0.6	1.4	-0.7
2007	105.2	0.8	2.5	3.0	-0.6	0.9	0.6
2007 1 кв.	105.2	1.4	3.0	3.3	1.7	2.1	0.3
2 кв.	105.1	0.9	2.8	2.9	-1.6	1.5	0.8
3 кв.	105.3	0.7	2.1	3.2	-1.6	0.5	0.4
4 кв.	105.3	0.3	2.1	2.7	-0.8	-0.3	0.6
2008 1 кв.	105.7	0.5	2.3	2.1	2.2	0.1	0.3

5. Целесъобразен ЛОИПЦ на жилищни услуги и жилищни услуги

	Общо (сезонно изгладен индекс 2000 г. = 100)	Общо	Вътрешно търсене				Износ ⁽³⁾	Внос ⁽³⁾
			в жилищни услуги	в жилищни услуги	в жилищни услуги	в жилищни услуги		
	1	2	3	4	5	6	7	8
2004	109.4	1.9	2.1	2.0	2.0	2.5	1.0	1.5
2005	111.6	2.0	2.3	2.1	2.4	2.6	2.4	3.4
2006	113.7	1.9	2.3	2.2	2.0	2.8	2.7	3.9
2007	116.2	2.2	2.2	2.1	1.6	2.7	1.4	1.2
2007 2 кв.	116.0	2.2	1.9	1.9	0.9	2.9	1.6	0.7
3 кв.	116.6	2.3	2.2	2.0	1.5	2.5	1.2	1.0
4 кв.	117.0	2.3	2.8	2.8	2.3	2.6	1.4	2.7
2008 1 кв.	117.8	2.2	2.8	3.1	1.8	2.3	2.2	3.8
2 кв.	118.7	2.3	2.9	3.3	1.4	2.3	2.9	4.3

РЛСЦЦ: РЛСЦЦ на жилищни услуги и жилищни услуги

1) Изчисляван по различен начин на жилищни услуги (в жилищни услуги) и жилищни услуги (в жилищни услуги)

2) Целесъобразен ЛОИПЦ на жилищни услуги

3) Целесъобразен ЛОИПЦ на жилищни услуги и жилищни услуги

5.2 Производство и търсене

1. $\int_{\mathbb{R}^n} f(x) dx = \int_{\mathbb{R}^n} f(x) dx$

[illegible]
$$R_L \text{ is a } d \times d \text{ matrix, } \Gamma \text{ is a } d \times d \text{ matrix, } \mathbf{C} \text{ is a } d \times d \text{ matrix, } \mathbf{d} \text{ is a } d \times 1 \text{ vector, } \mathbf{d}^w \text{ is a } d \times 1 \text{ vector, } \mathbf{d} \text{ is a } d \times 1 \text{ vector.}$$

1) R L d s f i l s d ə d s f i l s t b 7 ə d 9 C k f i s t f d d l h n z g d d ə f d z v ə C k f t i g l t e d f u d C s o l s t e t s ə d w ə t e C k f d s j d o j ə t e s u d C s o t j d z f i p d l y w d s f i t f s f i c d d d f i n s o d f u d 7.1.2 d 7.3.1.

2) I ʃ dʒ u d l s i d d s t f t e h t s b d l s i d ʒ d ʒ f n s f n j e b t e j d d l s i u j d d s f n s f .

3) $\int_{\mathbb{R}^n} \text{tr}(\nabla \varphi \cdot \nabla \psi) \, dx = \int_{\mathbb{R}^n} \text{tr}(\nabla \varphi \cdot \nabla \psi) \, dx$

2. r tsB 3 d 0 f i l s t s d t s h l s t f t s d f t s d s d f u j f f d h j d t s h l s d

	Брутна добавена стойност (базисни цени)							Данъци, намалени със субсидиите за продукти
	Г	В	С	Д	Е	Ж	З	
2004	7 008.7	153.6	1 437.7	413.1	1 488.4	1 912.8	1 603.1	797.7
2005	7 262.6	141.5	1 478.4	439.1	1 528.1	2 010.1	1 665.4	840.8
2006	7 594.0	139.3	1 548.3	477.1	1 585.6	2 123.0	1 720.6	909.0
2007	7 966.6	150.2	1 625.5	516.9	1 652.7	2 234.3	1 787.0	956.9
2007 2 кв.	1 982.0	36.9	404.7	128.1	411.8	555.5	445.0	238.6
3 кв.	2 004.3	38.2	409.7	129.6	416.3	562.3	448.2	239.7
4 кв.	2 023.1	38.8	411.8	132.4	418.3	568.2	453.6	238.0
2008 1 кв.	2 049.6	39.8	418.5	136.6	423.2	575.6	455.8	242.1
2 кв.	2 065.7	40.3	418.0	135.4	424.2	583.4	464.4	238.6
	Г							-
2007	100.0	1.9	20.4	6.5	20.7	28.0	22.4	-
	Д							-
	Е							-
2007 2 кв.	0.6	-0.8	0.8	-0.7	1.0	0.8	0.5	-1.0
3 кв.	0.6	-1.1	0.9	-0.1	0.5	0.7	0.4	-0.7
4 кв.	0.5	1.0	0.5	1.0	0.2	0.6	0.4	-0.5
2008 1 кв.	0.6	1.2	0.4	2.5	0.7	0.5	0.2	1.3
2 кв.	-0.1	-0.1	-0.8	-2.2	-0.4	0.7	0.6	-1.4
	Ж							-
2004	2.3	12.1	2.7	1.0	2.6	1.7	1.5	1.0
2005	1.7	-6.9	1.7	1.5	1.7	2.8	1.3	1.7
2006	2.8	-1.1	3.6	3.2	2.9	3.6	1.2	3.1
2007	2.8	1.4	3.4	3.3	2.7	3.3	1.8	1.2
2007 2 кв.	2.8	1.2	3.3	2.8	2.9	3.2	1.9	0.9
3 кв.	2.7	0.8	3.5	2.1	2.7	3.2	1.8	1.8
4 кв.	2.4	0.6	3.1	1.6	1.8	3.1	1.9	-0.3
2008 1 кв.	2.3	0.3	2.6	2.7	2.4	2.6	1.4	0.5
2 кв.	1.6	1.0	1.0	1.2	1.0	2.5	1.5	0.1
	З							-
2007 2 кв.	0.6	0.0	0.2	0.0	0.2	0.2	0.1	-
3 кв.	0.6	0.0	0.2	0.0	0.1	0.2	0.1	-
4 кв.	0.5	0.0	0.1	0.1	0.0	0.2	0.1	-
2008 1 кв.	0.6	0.0	0.1	0.2	0.1	0.1	0.0	-
2 кв.	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	-0.1	0.2	0.1	-
	И							-
2004	2.3	0.3	0.6	0.1	0.6	0.5	0.4	-
2005	1.7	-0.2	0.3	0.1	0.4	0.8	0.3	-
2006	2.8	0.0	0.7	0.2	0.6	1.0	0.3	-
2007	2.8	0.0	0.7	0.2	0.6	0.9	0.4	-
2007 2 кв.	2.8	0.0	0.7	0.2	0.6	0.9	0.4	-
3 кв.	2.7	0.0	0.7	0.1	0.6	0.9	0.4	-
4 кв.	2.4	0.0	0.6	0.1	0.4	0.9	0.4	-
2008 1 кв.	2.3	0.0	0.5	0.2	0.5	0.7	0.3	-
2 кв.	1.6	0.0	0.2	0.1	0.2	0.7	0.3	-

1) $\text{JSHC}^h \text{ d'zjs HGTd}^h \text{ d'z fOGLdCH}^h \text{ d'z fTS tsdsh}^h \text{ j d'zj dO'fSd}^h \text{ BGT}^w \text{ SO} \text{ Bts}^w \text{ dO'fS tsd}^h \text{ j HGT}^h$.

3. 4 tetsdɔf^h dɔ dɔs tɪ tetsɪlə tɪfɪlɔ ts

[illegible]

R LLSudafuf: r otesfns fndL d'z uj d'j d'ofsdz d' 12 d' 13 o lS d'ufu04, te d'lj d'z5.2. (d'ufufuj d'w d'of l i o j l tsfns o d' d' h d' d' d' d' ACEA).

1) 1 tgl 2000 G

2) I f d' uo f t' e h d d' u s f t' e t o b s l s s' e d' i d d' i s l e o n d' , t o b s l s' h' d' d' o d' u s f n f t s t e u f d' , f t s d' s f t' e h n f s o d' z' o b s 62.6% s l s f t' e t o b s l s s' e d' d' s o f t a s d' h' d' d' u s f n f t' e l 2000 d'

3) $\text{J ts}^h\text{d}^n$ dɔlsj d tsɛdɔ fɛj uɔdɔlsj Hɔlɔk fɛfɛmɛ Hɔk tsɛdɔ fɛj uɔdɔlsj Hɔlɔk Lɔf j tɛd tsʰɔ

1. 7 Qiltsfils

	Цялата икономика		По вид заетост		По икономическа активност					
	в % от БВП (фиг. 1.1)		в % от БВП	в % от БВП (фиг. 1.2)	в % от БВП (фиг. 1.3)	в % от БВП (фиг. 1.4)	в % от БВП (фиг. 1.5)	в % от БВП (фиг. 1.6)	в % от БВП (фиг. 1.7)	в % от БВП (фиг. 1.8)
% заетост (фиг. 1.9)	100.0	100.0	85.0	15.0	4.0	17.1	7.7	25.4	15.8	30.0
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	138.375	0.7	0.7	0.9	-2.8	-1.4	1.3	1.2	2.4	1.3
2005	139.691	1.0	1.1	0.4	-0.8	-1.1	2.6	0.8	2.4	1.5
2006	141.917	1.6	1.7	0.8	-1.5	-0.4	2.6	1.5	3.8	2.0
2007	144.459	1.8	2.0	0.7	-1.1	0.3	3.9	1.7	4.3	1.3
2007 1 кв.	143.484	1.8	2.0	0.5	-0.1	0.3	4.9	1.1	4.1	1.4
2 кв.	144.232	1.7	1.9	0.6	-1.4	0.4	4.6	1.4	4.6	1.0
3 кв.	144.832	1.9	2.0	1.3	-1.3	0.2	3.6	2.2	4.2	1.4
4 кв.	145.288	1.8	2.0	0.5	-1.6	0.3	2.4	2.3	4.2	1.3
2008 1 кв.	145.729	1.6	1.8	0.7	-1.8	0.5	0.6	2.3	3.8	1.1
	Източник: данни от Бюрото за статистика (фиг. 1.10)									
2007 1 кв.	0.775	0.5	0.6	0.4	0.8	0.1	1.9	0.4	1.3	0.1
2 кв.	0.748	0.5	0.5	0.5	-0.6	0.1	0.4	0.8	1.3	0.3
3 кв.	0.601	0.4	0.5	0.1	-1.1	0.0	-0.1	0.8	0.7	0.5
4 кв.	0.456	0.3	0.5	-0.6	-0.6	0.2	0.3	0.1	0.9	0.4
2008 1 кв.	0.442	0.3	0.3	0.6	0.4	0.2	-0.1	0.5	0.9	-0.1

[illegible]

	Общо		По възраст ³⁾				По пол ⁴⁾			
	ф ддз нл ^в д	% тсл теОтсдОо нл(д)о	ф ддз нл ^в д	% тсл теОтсдОо нл(д)о	ф ддз нл ^в д	% тсл теОтсдОо нл(д)о	ф ддз нл ^в д	% тсл теОтсдОо нл(д)о	ф ддз нл ^в д	% тсл теОтсдОо нл(д)о
% тсл о нл(д)е ⁵⁾	100.0		78.1		21.9		49.7		50.3	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
2004	13.100	8.8	10.159	7.7	2.941	17.1	6.557	7.9	6.543	10.0
2005	13.286	8.8	10.341	7.8	2.945	17.2	6.697	8.0	6.589	9.9
2006	12.514	8.3	9.774	7.3	2.740	16.2	6.215	7.4	6.299	9.3
2007	11.372	7.4	8.894	6.5	2.478	14.8	5.592	6.6	5.780	8.4
2007 2 лсе	11.406	7.5	8.932	6.6	2.474	14.8	5.583	6.6	5.823	8.5
3 лсе	11.273	7.3	8.825	6.5	2.448	14.6	5.561	6.6	5.712	8.3
4 лсе	11.176	7.3	8.719	6.4	2.457	14.6	5.517	6.5	5.659	8.2
2008 1 лсе	11.123	7.2	8.687	6.3	2.436	14.5	5.503	6.5	5.620	8.1
2 лсе	11.293	7.3	8.804	6.4	2.489	14.8	5.661	6.6	5.632	8.1
2008 ъјете дОдс	11.112	7.2	8.679	6.3	2.433	14.5	5.495	6.5	5.617	8.1
Оте	11.116	7.2	8.678	6.3	2.438	14.5	5.515	6.5	5.601	8.1
дОП	11.224	7.3	8.752	6.3	2.473	14.7	5.596	6.6	5.629	8.1
" да"	11.308	7.3	8.810	6.4	2.497	14.8	5.671	6.6	5.636	8.1
" да"	11.348	7.3	8.850	6.4	2.498	14.9	5.717	6.7	5.631	8.1
" да"	11.375	7.3	8.894	6.4	2.481	14.7	5.756	6.7	5.619	8.1

RLtsudzf: r o tetsfils

[illegible]

2) 1 tēj L 2006 G

3) I j l t e c h n i c a l : d o d d o h 25 g s h d d z ; d d o h j x d : h t s 24 g s h d d z o f d z ; t e o d z f i c s o f i p d l t e o j d z f c s s t f t a s u j d s t s t e o t s l d s o f i n d o l o f i t s e j s d d s o j l t e c h n i c a l g l e z f o

4) $\uparrow$ Gdz^h Gs^ofr^odl^oz^o dz^o f^o Gs^o f^o t^o s^o j^o d^o s^o t^o s^o t^o G^o s^o f^o d^o l^o o^o f^o t^o s^o j^o l^o d^o z^o f^o t^o s^o z^o

1. r ə tɛtslɪdʒ – tɪts wɪ dɪdʒɪns dɪfɪstɛdz dɪs fɪn ɛ lɪstɪdʒ dʒɪ tɛɪ ɔsɪ dʒ

	f B ⁶ ts		Λ c f d d l l i n s c f c f d d l l i n s c f d d l l i			
--	---------------------	--	---	--	--	--

2. $r \in \text{ts}(\text{ts}(\mathcal{O}) - \text{fts}) \cap \text{ds}(\text{ds}(\mathcal{O}) - \text{fts})$

[illegible]

3. r^j tey $\mathbb{O}$ d tsl j e tetsLtsd $\mathbb{O}$ s $\mathbb{O}$

[illegible]

R L S u d f u d f f B S B h j d f H O d d f d O r A J L O j e t e S L S d f S O H O d d f d O r e t e f j j ? f i f O S f s d f f i w , t s d O f w h d f i j H T S H j d z O d O f i s t e O d f s j

- [illegible]

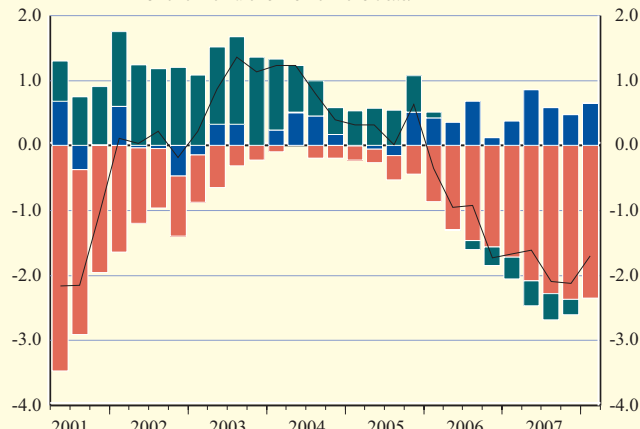
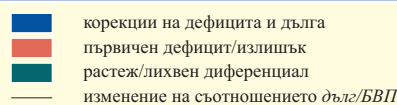
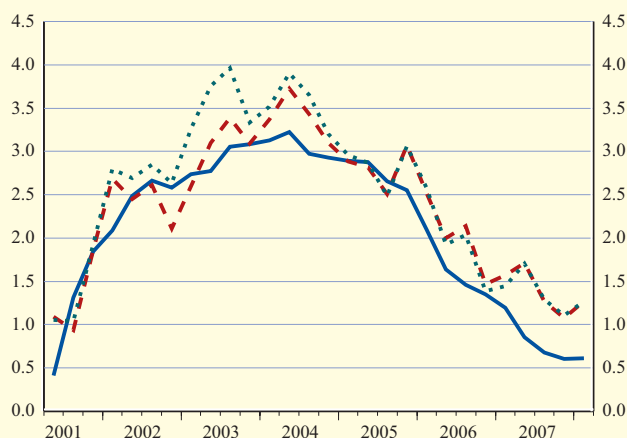
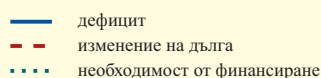
1. $r \in \text{tets}(\Sigma) - f$ $\iff$ $\exists!$ $i \in \mathbb{N}$ $d_i r = t_i^w d_i \text{fms} \neq d_i \text{fst} z_j d_i s^{(2)}$

		A. Performance of the Selected States			
		1. Overall GDP (Billion USD)	2. Inflation Rate (%)	3. Unemployment Rate (%)	4. Foreign Direct Investment (Billion USD)
2005	2. BGD	71.5	2.3	11.7	5.2
	3. BGD	71.0	2.4	11.8	5.2
	4. BGD	70.2	2.4	11.8	4.7
2006	1. BGD	70.5	2.5	11.7	4.9
	2. BGD	70.6	2.5	11.6	4.9
	3. BGD	70.1	2.5	11.6	4.7
	4. BGD	68.5	2.5	11.4	4.1
2007	1. BGD	68.8	2.4	11.4	4.8
	2. BGD	69.0	2.2	11.2	5.1
	3. BGD	68.0	2.1	11.0	5.2
	4. BGD	66.3	2.2	10.8	4.3
2008	1. BGD	67.1	2.2	10.9	5.1

2. $\Gamma \ni \text{tatsLtsd}\Theta - \text{f tsaj f ydf d}\Theta \text{h}^w \text{f ydls}\Theta \text{f h}^j \text{d}\Theta$

		Տնայնական արժեքները հաշվարկվում է համաձայն հետևյալ բանաձևերով:										Ի տվյալներում ցուցված է հաշվարկված արժեքների տարբերությունը:
		Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:						Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:		
			Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:				
Դիտարկվող տարածք	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	Համաձայն հետևյալ բանաձևերով:	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11		
2005	2 կմ	5.4	-1.5	3.9	3.3	2.5	0.0	0.3	0.5	0.1	0.4	5.3
	3 կմ	0.6	-2.5	-2.0	-2.4	-2.3	0.0	0.3	-0.4	0.1	0.4	0.5
	4 կմ	-0.6	-1.4	-2.1	-0.4	0.0	0.0	-0.3	-0.1	0.0	-1.6	-0.6
2006	1 կմ	4.8	-2.9	1.9	1.3	1.0	0.1	0.6	-0.5	-0.4	1.0	5.2
	2 կմ	3.3	0.2	3.5	3.2	2.5	0.1	0.4	0.2	0.6	-0.4	2.6
	3 կմ	1.2	-1.8	-0.6	-0.8	-0.7	-0.1	0.2	-0.2	0.2	0.0	1.0
	4 կմ	-3.1	-1.0	-4.1	-2.1	-1.2	-0.6	-0.2	-0.2	-0.1	-1.9	-3.0
2007	1 կմ	5.1	-2.2	2.9	2.0	1.1	0.1	0.6	0.2	-0.2	1.0	5.2
	2 կմ	3.7	1.5	5.2	4.7	4.1	0.0	0.5	0.1	0.1	0.3	3.6
	3 կմ	-0.6	-1.0	-1.6	-1.6	-2.2	0.0	0.4	0.2	0.0	-0.1	-0.6
	4 կմ	-3.6	-0.7	-4.3	-2.9	-2.1	-0.1	-0.6	-0.1	-0.1	-1.3	-3.5
2008	1 կմ	5.7	-2.2	3.5	2.3	1.9	0.0	0.1	0.3	-0.1	1.2	5.3

Г29 Маастрихтски дъг
(tʃɪŋdʰ dəs dʲlɔʲ dʲ dʲ dʲ dʲ dʲ tʃlɔʲ dʰ j dʲ dʲ lʲs Hʲ dʲ dʲ lʲ lʲ dʲ hʲ tʲ dʲ dʲ bʲ lʲ dʲ fʲ dʲ wʲ ʃʲ lʲ sʲ tʲ dʲ)



R L S U d f f : R L U f f i j d f w d o r A I , B C d f e d f d d H C d f i s l r a t e s f i s d d d d u f i s d d d f H C d f .

1) $r = 0$ (for $\lambda = 0$)

2) r Oda[ls] L0d0f uds fns[ls] L0stə dʒ fɪŋ uɟj t fɪŋ l0t0l dʒ f0ts t tsuɟ dʒ ts ts fɪz dʒ s0d0l l l L0stə dʒ fɪŋ uɟj t dʒ l0t0tʃ hʌshdʒ[ls] l stəf l stəf dʒ fɪŋ uɟw.

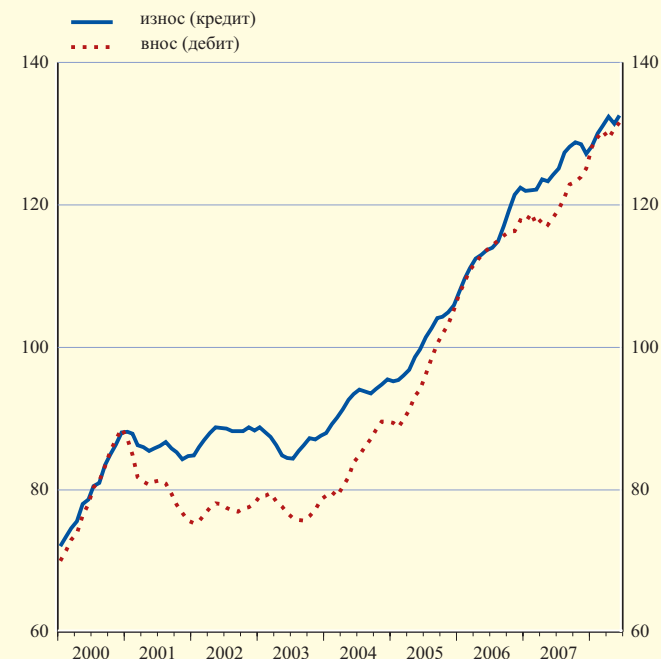
	Текуща сметка					Капиталова сметка	Нетно кредитиране/нетно финансиране от/към останалия свят (колони 1+6)	Финансова сметка						Грешки и пропуски
	1	2	3	4	5			8	9	10	11	12	13	
2005	18.1	48.3	37.3	5.4	-72.9	11.4	29.6	9.2	-216.4	131.4	-18.2	94.5	18.0	-38.8
2006	-1.3	19.2	42.3	15.1	-77.9	9.2	7.9	112.4	-144.7	266.3	2.4	-10.3	-1.3	-120.3
2007	26.6	55.6	50.9	4.2	-84.1	13.9	40.5	96.2	-117.3	235.7	-90.5	73.7	-5.3	-136.7
2007 2	-2.0	20.1	14.0	-19.4	-16.7	2.1	0.1	49.8	-57.9	90.4	-19.7	41.2	-4.2	-50.0
3	13.6	17.1	17.2	5.0	-25.6	1.6	15.2	97.5	-40.9	65.1	-26.8	104.4	-4.4	-112.7
4	11.1	9.7	10.3	11.6	-20.5	5.6	16.7	-80.5	-4.3	-62.3	-28.8	10.0	4.9	63.8
2008 1	-15.2	-2.9	10.7	6.1	-29.0	5.6	-9.6	19.2	-104.8	73.4	-14.9	70.7	-5.1	-9.6
2	-28.0	2.9	11.3	-24.3	-17.9	2.1	-25.9	79.2	-53.2	72.7	-39.0	98.9	-0.1	-53.3
2007 "	13.7	11.2	6.5	0.0	-4.0	0.0	13.8	-8.8	-26.9	72.6	-8.3	-44.2	-1.9	-5.0
"	6.3	7.8	5.6	0.7	-7.7	0.9	7.2	48.0	-0.1	20.6	-12.9	43.4	-3.0	-55.3
"	1.1	3.6	4.3	1.6	-8.5	0.2	1.3	66.5	0.5	3.8	-5.2	66.4	1.0	-67.8
"	6.2	5.7	7.2	2.8	-9.4	0.4	6.7	-17.0	-41.2	40.7	-8.8	-5.3	-2.3	10.3
"	4.2	7.2	4.0	3.3	-10.3	1.4	5.6	-41.0	35.4	-50.9	1.5	-27.0	0.1	35.5
"	2.9	4.8	3.1	1.7	-6.7	1.1	3.9	12.6	9.6	9.9	-22.7	15.5	0.3	-16.5
"	4.1	-2.2	3.1	6.6	-3.4	3.2	7.3	-52.1	-49.2	-21.2	-7.6	21.4	4.6	44.9
2008 "	-18.0	-9.1	3.1	-1.3	-10.8	2.4	-15.6	22.9	-51.9	53.0	-19.2	47.4	-6.4	-7.2
"	7.6	4.7	4.3	4.4	-5.8	2.2	9.8	-8.4	-22.4	14.7	1.7	-7.0	4.6	-1.4
"	-4.8	1.4	3.2	3.0	-12.4	1.0	-3.8	4.7	-30.5	5.7	2.6	30.2	-3.3	-0.9
"	-7.4	4.2	3.0	-7.0	-7.7	0.5	-6.8	18.2	-22.4	-3.7	-14.2	61.9	-3.4	-11.4
"	-19.6	-3.3	4.1	-15.6	-4.8	1.8	-17.8	45.3	-8.8	22.2	-29.6	58.7	2.8	-27.5
"	-1.0	1.9	4.2	-1.8	-5.4	-0.2	-1.2	15.7	-22.0	54.2	4.8	-21.7	0.5	-14.5
	1													
2008 "	-18.4	26.8	49.5	-1.6	-93.1	14.9	-3.5	115.4	-203.2	148.9	-109.5	283.9	-4.7	-111.9

График, показывающий динамику трансакций за тримесечие (синие столбчатые диаграммы) и трансакций с натрупване за 12 месеца (красная линия) в период с 2001 по 2008 год. Ось Y имеет две шкалы: левая для тримесечных данных (от -120 до 80) и правая для годовых данных (от -120 до 80). Трансакции за тримесечие имеют значения в диапазоне от -25 до 25. Трансакции с натрупване за 12 месеца имеют значения в диапазоне от -100 до 65.

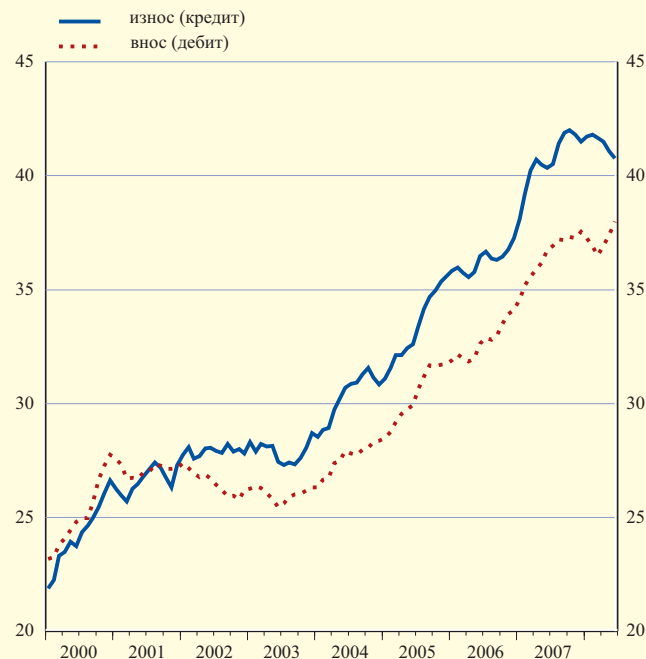
1) $\{s_{t+1}^w, s_{t+1}^b, s_{t+1}^c, s_{t+1}^d, s_{t+1}^e, s_{t+1}^f, s_{t+1}^g, s_{t+1}^h, s_{t+1}^i, s_{t+1}^j, s_{t+1}^k, s_{t+1}^l, s_{t+1}^m, s_{t+1}^n, s_{t+1}^o, s_{t+1}^p, s_{t+1}^q, s_{t+1}^r, s_{t+1}^s, s_{t+1}^t, s_{t+1}^u, s_{t+1}^v, s_{t+1}^w, s_{t+1}^x, s_{t+1}^y, s_{t+1}^z\}$

1. $\int_{\text{BTSB}^h} j_{\text{dOsi}} \text{fz}^h \text{Ocf} \text{f Ocf} \text{lsOds} \text{Ofn} \text{z} \text{ls} \text{O}$

	Текуща сметка													Капиталова сметка	
	Глобален			Успех		Глобален		Глобален		Глобален					
	Глобален	Глобален	Глобален	Успех	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален	Глобален
2005	2 090.7	2 072.6	18.1	1 220.3	1 172.0	405.9	368.5	378.7	373.3	85.8	5.3	158.8	14.6	24.3	12.9
2006	2 401.1	2 402.4	-1.3	1 391.2	1 372.0	437.0	394.8	483.7	468.6	89.2	5.4	167.0	16.9	23.7	14.5
2007	2 643.9	2 617.3	26.6	1 504.4	1 448.8	492.2	441.3	557.2	553.0	90.1	6.1	174.2	20.3	25.6	11.7
2007 2 кв	656.0	658.0	-2.0	373.6	353.5	120.2	106.2	142.7	162.0	19.5	1.6	36.2	4.9	4.6	2.5
3 кв	665.5	651.9	13.6	376.1	359.0	135.4	118.2	137.6	132.6	16.4	1.7	42.1	5.2	4.3	2.8
4 кв	694.9	683.7	11.1	393.2	383.4	125.2	114.9	149.4	137.8	27.1	1.4	47.6	5.5	8.9	3.4
2008 1 кв	675.5	690.7	-15.2	387.1	390.1	114.9	104.2	147.6	141.5	25.9	1.5	54.9	5.0	8.9	3.3
2 кв	695.4	723.4	-28.0	402.2	399.3	122.1	110.8	150.6	174.9	20.5	-	38.4	-	6.2	4.1
2008 3 кв	235.5	242.9	-7.4	138.0	133.7	39.9	36.9	50.1	57.1	7.5	.	15.2	.	1.5	1.0
4 кв	225.5	245.1	-19.6	128.4	131.7	40.0	36.0	50.2	65.8	6.8	.	11.7	.	2.7	0.9
Глобален	234.5	235.5	-1.0	135.8	133.9	42.2	38.0	50.3	52.1	6.2	.	11.6	.	2.0	2.2
	Глобален														
2007 2 кв	652.2	642.0	10.1	372.7	354.5	121.1	110.1	136.1	136.9	22.3	.	40.5	.	.	.
3 кв	675.5	665.7	9.8	384.4	368.7	125.7	111.6	144.0	141.7	21.5	.	43.8	.	.	.
4 кв	674.0	678.3	-4.3	381.5	375.4	124.5	112.6	146.5	144.0	21.4	.	46.3	.	.	.
2008 1 кв	691.2	704.0	-12.8	393.3	391.2	125.0	109.5	152.1	154.4	20.8	.	49.0	.	.	.
2 кв	687.6	699.9	-12.2	397.7	394.8	122.3	113.9	144.0	148.0	23.7	.	43.2	.	.	.
2008 3 кв	229.2	236.9	-7.6	131.9	131.8	41.9	36.5	50.3	52.4	5.1	.	16.1	.	.	.
4 кв	238.9	231.6	7.3	133.7	128.7	42.0	36.2	52.6	51.0	10.7	.	15.7	.	.	.
Глобален	223.1	235.6	-12.5	127.8	130.6	41.0	36.9	49.2	51.0	5.0	.	17.2	.	.	.
Глобален	235.0	233.5	1.5	135.7	128.6	41.4	37.8	47.9	50.0	10.0	.	17.1	.	.	.
Глобален	228.0	233.5	-5.5	130.7	132.9	40.7	37.5	49.5	50.2	7.1	.	12.9	.	.	.
Глобален	224.6	232.8	-8.2	131.3	133.3	40.1	38.6	46.6	47.8	6.6	.	13.1	.	.	.



RLSTUDCF: r 11.



7.2 Текуща и капиталова сметка (млрд. евро)

2. и джис О,Г тсн^а (к теОфрхуцц)

	Компенсации на наети лица		Доход от инвестиции													
	с тн ндс	Г јвдс	Г в ^а тс		Г тн ндс						Г тсн ндс				Г тн ндс	
			с тн ндс	Г јвдс	Г тсн ндс				Г тсн ндс		Г тсн ндс		Г тсн ндс		с тн ндс	Г јвдс
					с тн ндс	Г јвдс	с тн ндс	Г јвдс	с тн ндс	Г јвдс	с тн ндс	Г јвдс	с тн ндс	Г јвдс		
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
2005	15.7	9.3	363.1	364.0	140.2	38.5	97.6	-14.3	15.4	14.4	31.5	69.4	82.2	81.1	93.8	101.5
2006	16.5	10.0	467.2	458.6	171.4	36.8	106.0	39.0	19.7	17.3	39.1	99.2	102.2	85.6	134.7	150.5
2007	17.2	10.6	540.0	542.4	173.1	54.7	104.1	24.9	24.7	20.7	45.1	115.5	119.6	107.8	177.5	194.4
2007 1 тсн	4.2	2.0	123.4	118.6	39.7	18.4	27.0	6.5	5.5	4.8	9.8	18.3	27.9	24.1	40.4	44.4
2 тсн	4.2	2.6	138.5	159.4	44.4	6.2	27.7	1.0	6.3	5.4	15.2	52.5	28.9	26.4	43.7	47.5
3 тсн	4.3	3.2	133.3	129.4	40.4	16.4	23.5	10.7	5.9	5.0	10.9	23.9	30.4	26.7	45.7	50.2
4 тсн	4.6	2.7	144.7	135.0	48.6	13.6	25.9	6.7	6.9	5.5	9.1	20.9	32.4	30.6	47.7	52.2
2008 1 тсн	4.6	2.0	143.1	139.6	48.8	24.0	27.3	13.5	6.3	5.3	9.4	21.2	31.2	34.2	47.4	51.5

3. Г тсн ндс Г тсн ндс (к теОфрхуцц Г тсн ндс тсн ндс)

	Общо	Европейски съюз – 27 (извън еврозоната)						Бразилия	Канада	Китай	Индия	Япония	Русия	Швейцария	САЩ	Други
		Г в ^а тс	Г тсн ндс	Г тсн ндс	Г тсн ндс	Г тсн ндс	Г тсн ндс									
2 тсн ндс 2007 Г тсн ндс 2008 Г тсн ндс	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15	16
	Г тсн ндс															
Текуща сметка	2 691.9	1 022.0	56.1	85.3	536.0	285.5	59.1	34.9	35.1	79.2	30.9	56.3	90.5	175.5	410.5	757.1
и тсн ндс	1 530.0	554.7	34.9	55.1	238.1	226.6	0.0	19.1	18.4	62.4	23.6	33.8	70.2	85.7	194.4	467.7
и тсн ндс	495.7	175.9	10.8	13.2	116.6	29.2	6.0	5.6	6.9	13.5	5.5	10.7	11.3	48.3	83.3	134.9
Г тсн ндс	577.3	226.5	9.8	15.5	167.8	26.8	6.6	10.0	9.1	3.0	1.7	11.3	8.8	35.4	125.6	145.6
и тсн ндс	559.6	220.3	9.7	15.4	165.6	26.6	3.0	10.0	9.0	3.0	1.7	11.3	8.7	28.8	124.0	142.8
и тсн ндс	89.0	64.9	0.7	1.4	13.5	2.9	46.4	0.2	0.7	0.3	0.1	0.4	0.2	6.1	7.3	8.9
Капиталова сметка	26.7	23.1	0.0	0.1	0.9	0.1	21.9	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.8	2.3
	Г тсн ндс															
Текуща сметка	2 684.3	889.9	44.5	81.7	435.5	222.9	105.3	-	29.5	-	-	97.6	-	170.2	362.5	-
и тсн ндс	1 486.0	435.5	28.3	51.4	177.0	178.8	0.0	25.7	12.9	165.8	18.9	56.0	95.7	74.8	136.7	464.1
и тсн ндс	443.5	140.8	9.1	10.9	90.5	30.1	0.2	4.4	6.9	10.7	4.0	8.0	8.5	35.8	90.2	134.2
Г тсн ндс	573.9	198.7	6.4	17.9	156.8	9.8	7.8	-	7.6	-	-	33.2	-	53.8	128.6	-
и тсн ндс	563.4	192.4	6.3	17.9	155.4	5.1	7.8	-	7.5	-	-	33.1	-	53.3	127.7	-
и тсн ндс	180.8	114.8	0.7	1.4	11.1	4.2	97.3	1.5	2.0	2.6	0.7	0.4	0.6	5.8	6.9	45.4
Капиталова сметка	11.9	2.3	0.0	0.1	1.3	0.3	0.6	0.2	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.6	0.9	7.5
	Г тсн ндс															
Текуща сметка	7.6	132.1	11.6	3.6	100.5	62.6	-46.2	-	5.6	-	-	-41.4	-	5.3	48.0	-
и тсн ндс	44.0	119.2	6.5	3.7	61.1	47.8	0.0	-6.6	5.5	-103.3	4.7	-22.2	-25.5	10.9	57.7	3.7
и тсн ндс	52.1	35.0	1.7	2.3	26.1	-0.8	5.8	1.2	0.0	2.8	1.6	2.7	2.8	12.5	-6.9	0.6
Г тсн ндс	3.4	27.8	3.4	-2.4	11.0	16.9	-1.1	-	1.5	-	-	-21.9	-	-18.4	-3.0	-
и тсн ндс	-3.8	27.9	3.4	-2.4	10.2	21.5	-4.8	-	1.5	-	-	-21.8	-	-24.5	-3.7	-
и тсн ндс	-91.8	-49.9	0.0	0.0	2.4	-1.4	-50.9	-1.3	-1.3	-2.4	-0.6	0.0	-0.3	0.2	0.3	-36.5
Капиталова сметка	14.8	20.7	0.0	0.0	-0.4	-0.2	21.3	-0.1	-0.1	0.0	-0.2	-0.1	0.0	-0.1	-0.1	-5.1

Р тсн ндс Г тсн ндс.

7.3 Финансова сметка

(млрд. евро, годишен темп на прираст; салда и темп на прираст в края на периода; трансакции и други изменения през периода)

1. Финансова сметка

	Общо ¹⁾			Общо, като процент от БВП			Преходни инвестиции		Портфейлни инвестиции		Финансови деривати, нето	Други инвестиции		Резервни активи
	Финансово	Нефинансово	Нето	Финансово	Нефинансово	Удобен	Финансово	Нефинансово	Финансово	Нефинансово		Финансово	Нефинансово	
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14
Удобен (дълг и активи)														
2003	7 817.7	8 608.3	-790.7	104.0	114.6	-10.5	2 169.3	2 084.2	2 655.4	3 585.9	-19.8	2 706.1	2 938.3	306.7
2004	8 609.8	9 497.9	-888.1	110.1	121.5	-11.4	2 314.6	2 242.0	3 042.9	4 076.4	-37.3	3 008.7	3 179.5	281.0
2005	10 737.9	11 575.7	-837.8	132.4	142.7	-10.3	2 796.4	2 444.5	3 887.8	5 105.7	-46.2	3 779.7	4 025.5	320.1
2006	12 195.1	13 226.4	-1 031.3	143.5	155.6	-12.1	3 050.2	2 654.1	4 459.3	5 960.7	-43.6	4 403.4	4 611.5	325.8
2007 4 кв.	13 754.8	15 049.5	-1 294.7	154.2	168.7	-14.5	3 472.3	2 988.8	4 710.3	6 715.2	46.5	5 178.5	5 345.5	347.3
2008 1 кв.	13 635.8	14 914.8	-1 279.0	151.5	165.7	-14.2	3 535.6	2 990.3	4 393.3	6 387.8	30.4	5 320.1	5 536.7	356.3
Резервни активи														
2003	509.9	593.8	-83.9	6.8	7.9	-1.1	162.6	257.7	363.5	341.4	-7.2	50.4	-5.2	-59.4
2004	792.2	889.6	-97.4	10.1	11.4	-1.2	145.3	157.8	387.5	490.6	-17.6	302.6	241.2	-25.7
2005	2 128.0	2 077.8	50.3	26.2	25.6	0.6	481.8	202.5	844.9	1 029.3	-8.8	771.1	846.0	39.1
2006	1 457.3	1 650.7	-193.5	17.1	19.4	-2.3	253.8	209.6	571.5	855.1	2.6	623.7	586.1	5.7
2007 4 кв.	108.6	101.5	7.2	4.7	4.4	0.3	86.4	92.4	-74.8	7.4	46.9	43.2	1.7	6.8
2008 1 кв.	-119.0	-134.7	15.6	-5.3	-6.0	0.7	63.3	1.5	-317.0	-327.4	-16.0	141.6	191.2	9.0
Сметка за текущи трансакции														
2004	812.4	798.3	14.2	10.4	10.2	0.2	161.5	93.9	345.6	416.5	8.3	309.4	287.8	-12.5
2005	1 326.1	1 335.3	-9.2	16.4	16.5	-0.1	364.7	148.3	412.6	544.0	18.2	548.6	643.0	-18.0
2006	1 598.4	1 710.8	-112.4	18.8	20.1	-1.3	346.0	201.3	535.9	802.2	-2.4	717.7	707.3	1.3
2007	1 790.2	1 886.4	-96.2	20.1	21.2	-1.1	402.4	285.1	426.8	662.4	90.5	865.2	938.9	5.3
2007 4 кв.	293.8	213.3	80.5	12.6	9.2	3.5	78.9	74.7	98.7	36.4	28.8	92.2	102.2	-4.9
2008 1 кв.	482.4	501.6	-19.2	21.5	22.3	-0.9	143.2	38.4	46.5	119.8	14.9	272.8	343.4	5.1
2008 2 кв.	45.6	124.9	-79.2	2.0	5.4	-3.4	21.6	-31.6	90.2	162.9	39.0	-105.3	-6.4	0.1
2008 3 кв.	135.1	126.7	8.4	.	.	.	34.4	12.0	30.2	44.8	-1.7	76.8	69.9	-4.6
2008 4 кв.	25.2	29.9	-4.7	.	.	.	26.0	-4.5	-0.5	5.2	-2.6	-1.0	29.2	3.3
2008 1 кв.	83.8	102.0	-18.2	.	.	.	-18.8	-41.2	31.1	27.4	14.2	53.9	115.8	3.4
2008 2 кв.	59.2	104.5	-45.3	.	.	.	10.1	1.3	53.7	76.0	29.6	-31.4	27.2	-2.8
2008 3 кв.	-97.4	-81.7	-15.7	.	.	.	30.3	8.3	5.4	59.5	-4.8	-127.8	-149.5	-0.5
Резервни активи														
2003	-154.8	-55.6	-99.2	-2.1	-0.7	-1.3	15.7	121.2	82.0	4.1	-21.0	-200.0	-180.9	-31.6
2004	-20.2	91.3	-111.6	-0.3	1.2	-1.4	-16.2	63.9	41.9	74.1	-25.9	-6.8	-46.7	-13.3
2005	802.0	742.5	59.5	9.9	9.2	0.7	117.1	54.3	432.3	485.2	-27.0	222.5	203.0	57.1
2006	-141.1	-60.0	-81.1	-1.7	-0.7	-1.0	-92.2	8.3	35.6	52.9	5.0	-94.0	-121.3	4.4
2007 4 кв.	-185.2	-111.8	-73.4	-8.0	-4.8	-3.2	7.4	17.7	-173.5	-29.1	18.2	-49.0	-100.5	11.7
2008 1 кв.	-601.5	-636.3	34.8	-26.8	-28.3	1.5	-79.8	-36.9	-363.5	-447.2	-30.9	-131.1	-152.2	3.9
Резервни активи														
2003	-433.3	-179.7	-253.6	-5.8	-2.4	-3.4	-101.9	26.9	-103.8	-49.8	.	-195.5	-156.9	-32.1
2004	-182.4	-138.3	-44.0	-2.3	-1.8	-0.6	-34.5	8.2	-67.5	-92.0	.	-70.9	-54.5	-9.4
2005	371.9	221.6	150.3	4.6	2.7	1.9	83.2	-21.0	120.7	125.3	.	149.4	117.2	18.7
2006	-292.6	-140.6	-151.9	-3.4	-1.7	-1.8	-66.0	14.5	-85.0	-51.0	.	-126.4	-104.0	-15.2
Резервни активи														
2003	218.9	158.4	60.5	2.9	2.1	0.8	74.1	32.5	165.4	125.8	-21.0	.	.	0.4
2004	119.1	243.0	-123.9	1.5	3.1	-1.6	37.7	28.2	110.4	214.8	-25.9	.	.	-3.1
2005	285.2	351.1	-65.9	3.5	4.3	-0.8	73.5	55.8	196.5	295.3	-27.0	.	.	42.2
2006	317.1	272.2	44.9	3.7	3.2	0.5	74.8	46.1	220.8	226.0	5.0	.	.	16.4
Резервни активи														
2003	59.6	-34.3	93.9	0.8	-0.5	1.2	43.5	61.7	20.5	-72.0	.	-4.5	-24.0	0.2
2004	43.0	-13.4	56.4	0.6	-0.2	0.7	-19.3	27.5	-1.0	-48.7	.	64.1	7.8	-0.7
2005	144.9	169.8	-24.9	1.8	2.1	-0.3	-39.6	19.4	115.1	64.6	.	73.1	85.8	-3.7
2006	-165.7	-191.6	25.9	-1.9	-2.3	0.3	-101.0	-52.3	-100.3	-122.1	.	32.4	-17.2	3.3
Резервни активи														
2003	9.2	8.2	-	.	.	.	7.4	7.4	12.4	10.5	.	9.5	6.1	-7.9
2004	10.3	9.2	-	.	.	.	7.4	4.4	12.8	11.4	.	11.3	9.7	-4.1
2005	14.9	13.7	-	.	.	.	15.4	6.6	13.0	12.8	.	17.7	19.7	-5.9
2006	15.1	14.9	-	.	.	.	12.6	8.3	13.9	15.8	.	19.3	17.7	0.3
2007 4 кв.	14.7	14.2	-	.	.	.	13.1	10.7	9.6	11.1	.	19.6	20.5	1.7
2008 1 кв.	12.9	12.5	-	.	.	.	14.3	8.9	7.2	7.8	.	16.3	20.7	2.6
2008 2 кв.	9.2	9.2	-	.	.	.	10.9	5.5	5.9	6.5	.	9.5	15.0	1.4

Резервни активи: Г. А. 1.

1) А. Финансово и нефинансово, дълг и активи, нето и нето, нето и нето.

7.3 Финансова сметка

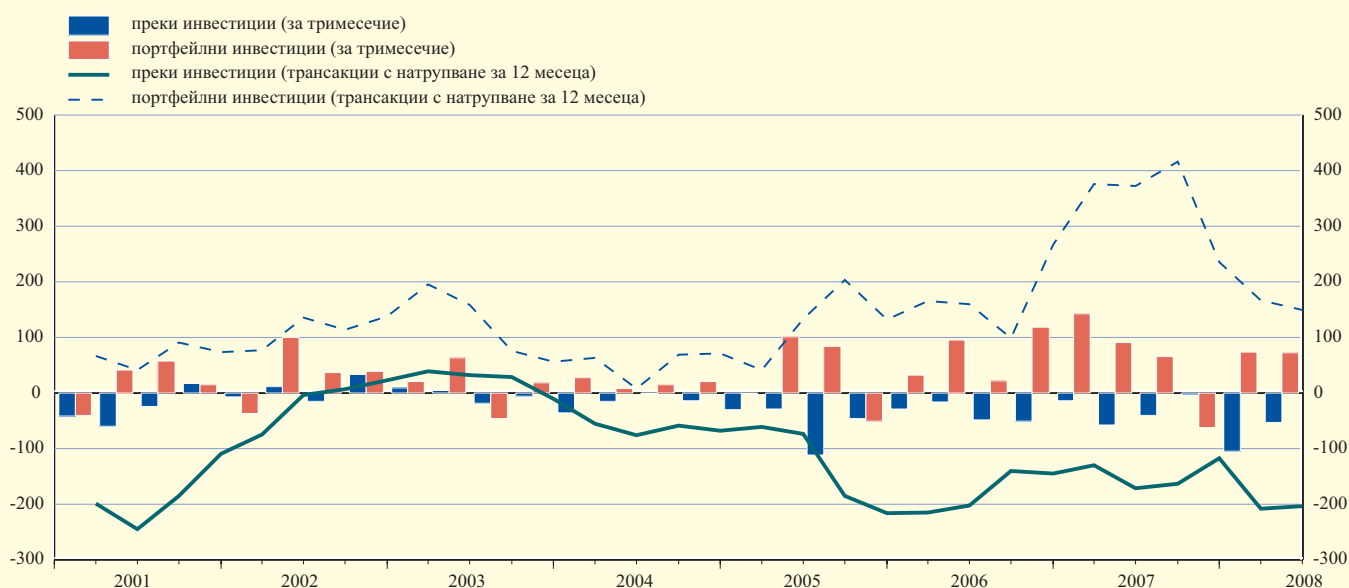
(млрд. евро, годишен темп на прираст; салда и темп на прираст в края на периода; трансакции и други изменения през периода)

2. 1 тълкуване на данните

	По резидентни единици извън еврозоната						По нерезидентни единици в еврозоната							
	Годишен темп на промяна на брутен вътрешен продукт				Салдо на брутен вътрешен продукт		Годишен темп на промяна на брутен вътрешен продукт				Салдо на брутен вътрешен продукт			
	Годишен темп на промяна на брутен вътрешен продукт	1 кв.	2 кв.	3 кв.	Годишен темп на промяна на брутен вътрешен продукт	Салдо на брутен вътрешен продукт	Годишен темп на промяна на брутен вътрешен продукт	Салдо на брутен вътрешен продукт	Годишен темп на промяна на брутен вътрешен продукт	Салдо на брутен вътрешен продукт	Годишен темп на промяна на брутен вътрешен продукт	Салдо на брутен вътрешен продукт		
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	
Удобеност (в % от брутен вътрешен продукт)														
2005	2 796.4	2 278.8	176.0	2 102.8	517.6	4.0	513.5	2 444.5	1 839.6	56.2	1 783.4	605.0	8.5	596.4
2006	3 050.2	2 484.8	203.3	2 281.6	565.3	3.7	561.7	2 654.1	2 037.8	61.7	1 976.0	616.4	7.9	608.4
2007 4 кв.	3 472.3	2 818.3	237.0	2 581.3	654.0	8.4	645.6	2 988.8	2 259.1	61.7	2 197.3	729.8	13.7	716.0
2008 1 кв.	3 535.6	2 847.1	237.3	2 609.8	688.6	10.4	678.2	2 990.3	2 271.6	61.5	2 210.2	718.7	13.4	705.2
Стойности в млрд. евро														
2006	346.0	271.5	38.6	232.9	74.5	0.0	74.5	201.3	171.7	5.8	165.9	29.5	0.1	29.5
2007	402.4	310.0	28.3	281.6	92.4	-0.5	92.9	285.1	185.8	1.9	183.9	99.3	1.3	98.0
2007 4 кв.	78.9	65.3	-4.6	69.8	13.7	0.6	13.0	74.7	29.1	1.9	27.2	45.6	0.7	44.9
2008 1 кв.	143.2	89.7	10.3	79.4	53.5	2.3	51.2	38.4	37.6	-0.1	37.8	0.7	0.1	0.6
2 кв.	21.6	1.4	8.9	-7.5	20.2	-1.8	22.0	-31.6	-29.1	-1.7	-27.4	-2.5	0.2	-2.7
2008 3 кв.	34.4	17.2	3.8	13.4	17.2	-0.5	17.7	12.0	5.4	0.4	5.1	6.5	0.1	6.4
4 кв.	26.0	18.7	-0.1	18.8	7.3	2.6	4.7	-4.5	9.6	-0.8	10.4	-14.1	-0.9	-13.2
2008 1 кв.	-18.8	-25.0	4.4	-29.4	6.2	-0.1	6.3	-41.2	-31.9	1.0	-32.9	-9.3	0.0	-9.3
2 кв.	10.1	11.0	2.2	8.9	-0.9	-1.7	0.8	1.3	3.7	-2.0	5.7	-2.4	0.4	-2.8
3 кв.	30.3	15.4	2.3	13.0	14.9	0.0	14.9	8.3	-0.9	-0.8	-0.2	9.2	-0.2	9.4
Стойности в % от брутен вътрешен продукт														
2005	15.4	15.8	13.4	16.0	13.4	-1.1	13.5	6.6	7.0	1.7	7.2	5.2	-4.4	5.3
2006	12.6	12.1	23.2	11.2	14.7	-2.2	14.8	8.3	9.3	10.4	9.3	5.0	-0.2	5.0
2007 4 кв.	13.1	12.4	13.6	12.3	16.0	-43.5	16.3	10.7	9.1	3.1	9.3	15.8	8.1	15.8
2008 1 кв.	14.3	13.1	14.8	12.9	19.4	67.9	18.9	8.9	8.3	1.5	8.5	10.7	18.1	10.6
2 кв.	10.9	9.1	14.7	8.6	19.0	6.1	19.2	5.5	4.1	0.8	4.2	10.0	10.7	10.0

Г33 Платежен баланс – нетни преки и портфейлни инвестиции

(млрд. евро)



Р. Лексис: Г. 1.

7.3 Финансова сметка

(млрд. евро, годишен темп на прираст; салда и темп на прираст в края на периода; трансакции и други изменения през периода)

3.1 Истисък и дефицит на финансовия капитал – Общ

	Общо	Дялов капитал					Дългови инструменти											
							Външни дългови инструменти					Вътрешни дългови инструменти						
		Външни дългови инструменти		Вътрешни дългови инструменти		Външни дългови инструменти	Вътрешни дългови инструменти		Външни дългови инструменти	Вътрешни дългови инструменти		Външни дългови инструменти	Вътрешни дългови инструменти					
		1	2	3	4		5	6		7	8		9	10	11	12	13	14
Умножение на нетранзирираните трансакции (млрд. евро)																		
2005	3 887.8	1 726.5	102.5	3.0	1 624.0	27.2	1 845.3	710.9	9.0	1 134.4	11.6	316.0	263.0	0.8	53.0	0.4		
2006	4 459.3	2 014.1	122.0	2.8	1 892.1	37.0	2 067.8	846.3	11.3	1 221.5	13.4	377.4	310.4	8.7	67.0	0.3		
2007 4 кв.	4 710.3	2 046.3	144.4	2.8	1 901.9	41.7	2 260.5	929.2	11.7	1 331.2	15.2	403.5	323.7	8.2	79.8	0.4		
2008 1 кв.	4 393.3	1 729.0	94.0	2.6	1 635.0	36.2	2 218.7	921.3	10.5	1 297.4	15.7	445.6	360.4	8.8	85.2	0.5		
Стойност на трансакциите (млрд. евро)																		
2006	535.9	153.0	18.3	0.0	134.7	6.1	314.5	173.2	2.6	141.3	1.1	68.4	56.2	8.0	12.2	-0.1		
2007	426.8	53.0	34.3	-0.1	18.7	5.3	319.5	161.0	2.3	158.5	2.4	54.3	50.8	6.1	3.5	0.3		
2007 4 кв.	98.7	17.6	18.8	-0.1	-1.2	0.9	70.0	31.5	0.7	38.5	0.5	11.1	29.1	6.7	-18.0	-9.1		
2008 1 кв.	46.5	-47.3	-40.9	0.1	-6.4	-0.6	27.1	25.1	-1.2	2.0	0.5	66.6	53.6	-0.1	13.0	0.1		
2008 2 кв.	90.2	14.3	-4.3	0.1	18.6	-	71.5	37.2	0.9	34.3	-	4.4	-3.3	0.5	7.7	-		
2008 3 кв.	30.2	-7.9	-2.4	0.0	-5.5	.	23.8	20.9	0.1	2.9	.	14.2	6.6	0.0	7.6	.		
	-0.5	-18.4	-27.3	0.1	8.9	.	-1.2	-6.9	-0.6	5.8	.	19.0	12.6	-0.1	6.4	.		
	31.1	1.3	1.1	-0.1	0.2	.	26.7	17.9	0.4	8.8	.	3.1	1.6	0.3	1.5	.		
	53.7	12.0	3.7	0.1	8.3	.	35.4	10.7	0.7	24.7	.	6.3	3.2	0.2	3.2	.		
	5.4	1.0	-9.1	0.0	10.1	.	9.4	8.5	-0.2	0.8	.	-5.0	-8.0	0.1	3.0	.		
Стойност на трансакциите (млрд. евро)																		
2005	13.0	9.8	18.2	5.9	9.3	19.7	17.0	20.9	9.7	14.7	8.0	5.9	6.2	-6.6	3.5	-8.3		
2006	13.9	8.9	18.3	0.9	8.3	21.7	17.4	24.9	29.7	12.7	10.6	21.9	22.3	1 022.8	22.1	-20.8		
2007 4 кв.	9.6	2.6	28.1	-3.0	0.9	13.8	15.6	19.4	20.8	13.1	18.1	14.6	16.8	69.3	4.9	70.1		
2008 1 кв.	7.2	-0.6	-20.5	1.9	0.7	9.6	12.0	15.5	1.1	9.6	14.2	22.0	27.0	80.9	2.0	-90.4		
2008 2 кв.	5.9	-0.3	-26.6	3.8	1.5	-	9.7	11.9	6.1	8.3	-	16.4	20.9	89.5	-1.7	-		

4.1 Истисък и дефицит на финансовия капитал – Финансов

	Общо	Дялов капитал			Дългови инструменти								
					Външни дългови инструменти					Вътрешни дългови инструменти			
		Салдо	Промяна	Темп на прираст в края на периода	Салдо	Промяна	Темп на прираст в края на периода	Салдо	Промяна	Темп на прираст в края на периода			
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Умножение на нетранзирираните трансакции (млрд. евро)													
2005	5 105.7	2 433.7	533.5	1 900.1	2 365.6	723.0	1 642.6	1 175.6	306.4	108.5	198.0	158.5	
2006	5 960.7	2 931.4	671.0	2 260.4	2 732.3	845.3	1 887.0	1 253.7	297.0	127.6	169.4	138.6	
2007 4 кв.	6 715.2	3 263.2	744.6	2 521.0	3 111.3	1 053.4	2 052.6	1 305.2	340.7	179.1	162.3	143.1	
2008 1 кв.	6 387.8	2 896.7	760.5	2 136.6	3 148.9	1 041.1	2 108.3	1 377.4	342.1	164.2	177.9	169.7	
Стойност на трансакциите (млрд. евро)													
2006	802.2	302.4	95.1	207.3	498.1	212.9	285.1	149.1	1.6	28.2	-26.5	-20.1	
2007	662.4	188.2	60.0	128.1	421.1	194.2	225.2	144.1	53.1	48.4	5.2	12.0	
2007 4 кв.	36.4	-30.6	-33.0	2.6	92.9	35.9	55.4	37.3	-25.8	22.3	-47.8	-45.3	
2008 1 кв.	119.8	45.5	73.3	-27.8	68.0	23.1	45.0	60.4	6.3	-1.9	8.2	24.3	
2008 2 кв.	162.9	5.1	30.3	-25.2	130.1	60.6	69.5	-	27.8	0.5	27.3	-	
2008 3 кв.	44.8	27.5	.	.	23.6	.	.	.	-6.3	.	.	.	
	5.2	-5.8	.	.	4.5	.	.	.	6.4	.	.	.	
	27.4	-21.1	.	.	28.5	.	.	.	20.0	.	.	.	
	76.0	18.5	.	.	72.6	.	.	.	-15.2	.	.	.	
	59.5	7.7	.	.	29.0	.	.	.	22.9	.	.	.	
Стойност на трансакциите (млрд. евро)													
2005	12.8	13.0	.	.	11.2	.	.	.	23.6	.	.	.	
2006	15.8	12.3	17.7	10.8	21.8	31.4	17.7	13.1	0.5	26.7	-13.1	-12.5	
2007 4 кв.	11.1	6.4	8.8	5.6	15.5	23.1	12.0	11.8	17.8	37.6	3.4	8.9	
2008 1 кв.	7.8	4.0	10.4	2.0	11.7	15.8	9.7	13.8	11.3	29.4	-1.0	9.8	
2008 2 кв.	6.5	1.6	12.4	-1.7	11.5	15.1	9.7	-	6.9	17.2	0.1	-	

Р: Листове: 1 А 1.

[illegible]

■ нетни чуждестранни активи на ПФИ
 салдо по текущата и капиталовата сметка
 - - - - - преки и портфейлни инвестиции на НПФИ в дялов капитал в чужбина
 ————— портфейлни инвестиции – пасиви, под формата на дългови инструменти³⁾

Година	нетни чуждестранни активи на ПФИ	салдо по текущата и капиталовата сметка	преки и портфейлни инвестиции на НПФИ в дялов капитал в чужбина	портфейлни инвестиции – пасиви, под формата на дългови инструменти ³⁾
1999	-230	-30	-500	200
2000	-150	-60	-550	200
2001	-180	-80	-520	180
2002	120	40	-250	150
2003	250	50	-150	300
2004	120	80	-220	220
2005	150	50	-300	300
2006	200	10	-450	450
2007	260	40	-300	520
2008	-280	0	-250	270

[illegible]

1. Һ лтс? дашлсф, тсбј дф ф ддјј ф фф дфј һф дфјдф дфлс? дашлс тфс фдзф ф тфтсһлз ф лсф

	Общо (сезонно неизгладени)		Износ (f.o.b.)				Внос (c.i.f.)						
	R L d a s f j	I d a s f j	f B ⁶ t s			r t s f ¹ d a d e f - l s d j d z		f B ⁶ t s			r t s f ¹ d a d e f l s d j d z f t s G G s j d z		
			f j j h c f d j d z	R d o j f i k s f - v f t s d a d e f f i k s s c f	I t s l s t a j b d j d a f j	f t s G G s j d z f t a s d j s f ¹ d j d a f f i k s s c f		f j j h c f d j d z	R d o j f i k s f - v f t s d a d e f f i k s s c f	I t s l s t a j b - d j d a f j	I t a s d j s f ¹ - d j d a f f i k s s c f	I j t a s d z	
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	
	u k s t d a s f i k s f (d j t a e . j o t a s ; a t s h f ¹ d a s f t a s u j d k s d a s f l d j d j d a f j . L O f t s d a s d a f I q 2)												
2004	9.0	9.3	1 144.4	543.6	246.4	313.7	995.0	1 075.8	604.7	184.3	256.8	771.3	130.0
2005	7.8	13.4	1 238.3	589.9	269.1	333.8	1 068.7	1 227.3	705.9	208.3	277.0	846.8	187.0
2006	11.6	13.7	1 384.8	686.4	296.5	365.3	1 182.9	1 397.4	856.7	216.5	304.6	943.8	224.6
2007	8.4	5.7	1 501.0	736.9	324.6	393.6	1 275.8	1 475.1	898.6	225.3	324.1	1 010.3	223.3
2007 1 s t c	9.0	5.3	367.6	180.6	79.6	96.6	311.4	359.4	216.6	56.8	79.8	250.2	48.1
2 s t c	9.4	3.7	370.4	181.5	80.6	97.1	316.9	360.5	220.9	54.1	79.4	249.6	52.9
3 s t c	10.2	6.4	381.3	187.3	82.0	100.1	326.2	375.3	227.1	58.1	82.6	259.8	57.5
4 s t c	5.4	7.3	381.6	187.5	82.4	99.7	321.3	379.9	234.0	56.2	82.4	250.6	64.7
2008 1 s t c	6.7	9.2	395.1	194.0	83.9	104.2	331.2	395.2	246.6	57.2	81.6	255.6	70.0
2 s t c	7.8	11.4	396.9	.	.	.	330.3	399.5	.	.	.	251.4	.
2008 w d z	10.1	12.6	132.3	65.3	28.2	35.2	110.7	133.7	82.8	19.6	28.0	85.9	24.6
w j o t e	13.0	10.1	134.1	65.9	28.6	35.6	112.9	131.7	81.8	19.0	27.3	86.0	21.5
d f k d s	-1.8	5.2	128.7	62.7	27.1	33.4	107.6	129.8	82.0	18.5	26.2	83.7	23.9
G f t e	16.1	15.8	136.0	67.5	28.5	35.7	112.6	134.6	84.4	18.5	27.2	84.4	23.9
d j Q	2.8	7.0	129.6	63.8	27.0	33.4	108.3	130.6	83.3	17.8	26.4	83.3	24.1
s d a f	4.9	11.4	131.4	.	.	.	109.5	134.4	.	.	.	83.6	.
	R d a j s f i k s f L O t s a j d j (2000 c = 100 ; a t s h f ¹ d a s f t a s u j d k s d a s f l d j d j d a f j . L O f t s d a s d a f I q 2)												
2004	9.0	6.4	117.5	114.9	120.2	118.6	108.0	104.1	108.8	117.6	109.0	106.2	
2005	4.7	5.0	123.5	119.7	129.8	123.6	124.6	114.0	107.5	123.5	123.6	117.1	110.6
2006	7.8	6.0	133.5	133.6	140.2	131.2	134.4	121.0	117.8	128.5	131.3	126.1	110.0
2007	6.0	4.2	141.5	138.8	151.4	139.5	142.1	126.0	120.0	137.4	138.6	133.8	107.6
2007 1 s t c	7.1	6.4	139.8	137.2	149.0	137.1	139.1	126.3	121.4	137.3	137.0	132.4	109.4
2 s t c	6.4	3.5	139.3	136.3	149.8	137.9	140.6	124.5	119.8	132.6	137.2	132.3	106.5
3 s t c	7.4	5.4	143.3	140.5	152.7	141.5	144.9	126.8	119.5	141.9	139.6	136.8	106

R Llsudafuf: r oetshfcs d flufhfz dz^w dōr Λ I , fcsfs hf tshsōōcs dōHōbz tsr oetshfcs (dōzi fhf lōsbj d d hf lsdzs d lōōhi d d dōzi fhf dōj hō d d uōfiss? dzhf).

7.5 Търговия със стоки

(млрд. евро, ако не е посочено друго; сезонно изгладени)

2. Износ на готови изделия

	Общо	Европейски съюз – 27 (извън еврозоната)				Русия	Швей- цария	Турция	САЩ	Азия		Африка	Латин- ска Аме- рика	Други държави	
		Готови изделия	За сглобяване	Изделия от метал	Изделия от неметал					Средна Азия	Южна Азия				
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	13	14	15
	Резултати (f.o.b.)														
2004	1 144.4	25.8	42.1	204.5	133.9	35.9	66.6	31.8	172.7	225.7	40.4	33.3	64.6	40.7	100.3
2005	1 238.3	29.0	45.2	203.3	153.2	43.7	70.8	34.7	185.3	244.2	43.3	34.1	73.4	46.9	108.6
2006	1 384.8	31.7	49.9	216.8	189.8	55.2	77.2	38.8	199.9	271.7	53.7	34.5	77.7	54.4	121.7
2007	1 501.0	33.7	55.3	229.0	220.0	67.0	81.9	40.9	195.0	296.0	60.2	34.3	87.2	61.3	133.5
2007 1 кв.	367.6	8.3	13.5	56.9	52.3	15.6	20.5	10.2	49.6	71.9	14.3	8.7	21.4	14.8	32.6
2 кв.	370.4	8.4	13.9	55.9	53.9	16.7	20.0	9.9	48.7	73.2	14.9	8.8	21.4	15.4	33.0
3 кв.	381.3	8.5	14.2	58.7	56.4	17.3	20.6	10.3	49.4	75.0	15.3	8.5	22.2	15.6	33.0
4 кв.	381.6	8.5	13.7	57.5	57.4	17.5	20.8	10.5	47.3	75.9	15.6	8.2	22.2	15.6	34.8
2008 1 кв.	395.1	8.8	13.9	57.4	60.4	19.2	20.8	11.7	48.4	78.3	16.7	8.5	23.8	16.0	36.4
2 кв.	396.9	.	.	.	.	19.3	21.8	11.0	46.2	77.4	17.0	8.4	24.3	16.1	.
2008 1 кв.	132.3	2.9	4.6	19.7	20.1	6.2	6.9	4.0	16.4	26.1	5.7	2.9	7.8	5.3	12.1
2 кв.	134.1	3.0	4.7	19.1	20.4	6.5	6.9	4.0	16.7	26.4	5.5	2.9	8.1	5.4	13.0
3 кв.	128.7	2.9	4.6	18.6	19.9	6.5	7.0	3.7	15.2	25.8	5.5	2.8	7.9	5.3	11.3
4 кв.	136.0	3.0	4.7	20.1	20.9	6.5	7.3	3.8	16.3	26.1	5.9	2.8	8.1	5.3	13.9
1 кв.	129.6	3.0	4.7	18.7	20.1	6.3	7.2	3.6	14.7	25.5	5.5	2.8	8.0	5.3	12.4
2 кв.	131.4	.	.	.	.	6.5	7.3	3.6	15.2	25.8	5.6	2.8	8.2	5.4	.
	Износ на готови изделия (c.i.f.)														
2007	100.0	2.2	3.7	15.3	14.7	4.5	5.5	2.7	13.0	19.7	4.0	2.3	5.8	4.1	8.9
	Износ на готови изделия (c.i.f.)														
2004	1 075.8	25.4	39.8	144.8	115.5	56.6	53.3	23.2	113.4	309.2	92.4	54.1	72.9	45.2	76.3
2005	1 227.3	26.4	42.3	153.2	127.8	76.3	58.1	25.5	120.2	363.6	118.2	53.2	96.0	53.8	84.2
2006	1 397.4	28.5	47.9	167.2	152.3	95.6	62.3	29.4	125.9	418.6	144.5	57.0	110.5	66.2	93.1
2007	1 475.1	28.1	51.6	167.7	174.4	97.7	67.1	32.2	131.1	445.8	170.2	58.5	112.7	74.7	92.1
2007 1 кв.	359.4	7.0	12.8	40.7	41.4	22.8	17.0	7.9	33.4	110.8	42.4	14.9	26.5	18.1	21.1
2 кв.	360.5	7.0	12.8	41.7	42.5	23.9	16.5	7.9	32.1	107.8	39.9	14.3	26.9	18.3	23.0
3 кв.	375.3	7.3	12.8	42.8	44.9	23.6	17.2	8.1	33.3	114.6	44.7	14.9	28.1	18.9	23.6
4 кв.	379.9	6.7	13.2	42.5	45.5	27.4	16.5	8.3	32.2	112.6	43.2	14.4	31.2	19.4	24.4
2008 1 кв.	395.2	7.2	13.9	43.4	47.9	28.0	16.9	8.4	33.9	116.2	43.3	14.6	34.0	19.4	26.1
2 кв.	399.5	.	.	.	.	29.0	17.1	8.5	33.2	114.7	43.0	13.8	36.2	20.1	.
2008 1 кв.	133.7	2.3	4.6	14.9	15.8	9.5	5.5	2.8	11.5	39.5	14.9	4.8	11.5	6.6	9.1
2 кв.	131.7	2.6	4.7	14.4	16.0	9.2	5.8	2.7	11.2	38.3	14.5	5.0	11.3	6.4	9.0
3 кв.	129.8	2.3	4.6	14.1	16.1	9.3	5.6	2.8	11.2	38.4	14.0	4.8	11.1	6.4	7.9
4 кв.	134.6	2.7	4.5	14.1	16.6	9.9	5.7	2.9	11.1	38.6	14.4	4.8	12.3	6.8	9.3
1 кв.	130.6	2.6	4.5	13.5	15.9	9.7	5.5	2.8	10.8	37.5	14.2	4.5	11.6	6.8	9.4
2 кв.	134.4	.	.	.	.	9.3	5.8	2.8	11.3	38.5	14.3	4.5	12.4	6.6	.
	Износ на готови изделия (c.i.f.)														
2007	100.0	1.9	3.5	11.4	11.8	6.6	4.5	2.2	8.9	30.2	11.5	4.0	7.6	5.1	6.2
	Износ на готови изделия (c.i.f.)														
2004	68.7	0.4	2.3	59.6	18.4	-20.7	13.3	8.6	59.2	-83.6	-52.0	-20.8	-8.3	-4.5	23.9
2005	10.9	2.6	2.9	50.1	25.4	-32.5	12.7	9.2	65.1	-119.4	-74.8	-19.1	-22.6	-6.9	24.4
2006	-12.5	3.2	2.0	49.7	37.6	-40.4	15.0	9.4	74.0	-146.9	-90.8	-22.4	-32.8	-11.9	28.7
2007	25.9	5.6	3.7	61.2	45.7	-30.6	14.9	8.7	63.9	-149.7	-110.1	-24.3	-25.5	-13.4	41.4
2007 1 кв.	8.2	1.3	0.7	16.2	11.0	-7.2	3.6	2.3	16.2	-38.9	-28.1	-6.2	-5.1	-3.3	11.5
2 кв.	10.0	1.4	1.1	14.3	11.3	-7.2	3.5	2.0	16.5	-34.6	-25.0	-5.5	-5.5	-2.9	10.0
3 кв.	6.0	1.2	1.4	15.8	11.5	-6.4	3.4	2.2	16.1	-39.5	-29.4	-6.4	-5.9	-3.3	9.4
4 кв.	1.7	1.8	0.5	15.0	11.9	-9.9	4.3	2.2	15.1	-36.7	-27.6	-6.2	-8.9	-3.9	10.4
2008 1 кв.	-0.1	1.6	0.0	14.0	12.5	-8.8	4.0	3.3	14.5	-37.9	-26.6	-6.2	-10.2	-3.4	10.3
2 кв.	-2.6	.	.	.	.	-9.6	4.7	2.5	13.1	-37.3	-26.0	-5.4	-12.0	-4.1	.
2008 1 кв.	-1.4	0.7	0.0	4.8	4.3	-3.3	1.4	1.1	5.0	-13.4	-9.1	-2.0	-3.7	-1.3	3.0
2 кв.	2.4	0.4	0.0	4.7	4.4	-2.7	1.2	1.2	5.5	-11.9	-9.0	-2.2	-3.3	-1.0	3.9
3 кв.	-1.0	0.6	0.1	4.4	3.8	-2.8	1.4	0.9	4.0	-12.6	-8.5	-2.0	-3.2	-1.2	3.4
4 кв.	1.4	0.3	0.2	6.0	4.3	-3.4	1.5	1.0	5.2	-12.5	-8.6	-2.0	-4.2	-1.5	4.6
1 кв.	-1.0	0.4	0.2	5.3	4.2	-3.4	1.7	0.8	3.9	-12.0	-8.7	-1.7	-3.6	-1.4	3.0
2 кв.	-3.0	.	.	.	.	-2.9	1.5	0.8	3.9	-12.7	-8.7	-1.7	-4.2	-1.2	.

Резултати: износ на готови изделия

	EOK-22						EOK-42	
	1	2	3	4	5	6	7	8
2005	103.3	104.2	102.5	102.2	98.2	101.9	109.7	103.7
2006	103.6	104.6	103.0	102.2	98.7	101.5	110.0	103.4
2007	107.7	108.3	106.8	106.0	101.6	104.7	114.2	106.6
2007 2 1stc	107.1	107.7	106.1	105.5	101.8	104.4	113.5	106.0
3 1stc	107.6	108.2	106.8	106.0	101.3	104.6	114.1	106.4
4 1stc	110.5	111.2	109.5	108.5	104.1	107.4	117.0	109.0
2008 1 1stc	112.7	113.1	111.3	110.7	105.9	109.4	119.4	110.8
2 1stc	115.7	115.7	113.2	.	.	.	122.6	113.3
2007 06c	107.1	107.7	106.4	-	-	-	113.7	106.0
fij 1stc	108.2	108.8	107.5	-	-	-	114.8	107.0
1stc	109.4	110.1	108.7	-	-	-	115.8	108.0
1stc 1stc	111.0	111.7	109.9	-	-	-	117.6	109.6
1stc 1stc	111.2	111.7	110.0	-	-	-	117.6	109.4
2008 1stc	112.0	112.3	110.4	-	-	-	118.3	109.9
1stc 1stc	111.8	111.9	110.4	-	-	-	118.2	109.5
1stc 1stc	114.6	115.0	112.9	-	-	-	121.5	112.8
1stc 1stc	116.0	116.1	113.9	-	-	-	123.1	113.8
1stc 1stc	115.5	115.5	113.1	-	-	-	122.4	113.1
1stc 1stc	115.4	115.4	112.6	-	-	-	122.4	113.0
1stc 1stc	115.8	115.5	112.5	-	-	-	122.8	113.2
1stc 1stc	113.5	113.2	110.1	-	-	-	120.0	110.5
2008 06c	-2.0	-2.0	-2.2	-	-	-	-2.3	-2.4
2008 06c	6.0	5.1	3.5	-	-	-	5.5	4.2

The chart displays the exchange rates of the US Dollar (USD), Japanese Yen (JPY), and British Pound (GBP) against the Euro (EUR) from 1999 to 2008. The USD/EUR rate (solid blue line) starts at approximately 103 in 1999, drops to a low of about 75 in early 2000, and then generally rises to a peak of around 140 in late 2007, before a sharp decline to about 135 in early 2008. The JPY/EUR rate (dotted red line) starts at approximately 100 in 1999, drops to a low of about 75 in early 2000, and then generally rises to a peak of around 125 in late 2007, before a sharp decline to about 120 in early 2008. The GBP/EUR rate (dashed green line) starts at approximately 100 in 1999, drops to a low of about 90 in early 2000, and then remains relatively stable, fluctuating between 90 and 100 throughout the period.

1) $r_j^w d d^w d^w s o l o g e z t f l s t e s f f f d e s z t e d f h t f j d d l s j d d d^w t e d d^w f i o t f t e h t f i s o j d f e t s b^h d l s j b j d j y f d$.



ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ ИЗВЪН ЕВРОЗОНАТА

9.1 Други държави – членки на ЕС (годишно процентно изменение, ако не е посочено друго)

1. Ръководство на ЕС

	България	Чешка република	Дания	Естония	Латвия	Литва	Унгария	Полша	Румъния	Словакия	Швеция	Обединено кралство
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
MR 1 A												
2006	7.4	2.1	1.9	4.4	6.6	3.8	4.0	1.3	6.6	4.3	1.5	2.3
2007	7.6	3.0	1.7	6.7	10.1	5.8	7.9	2.6	4.9	1.9	1.7	2.3
2007 4 кв	11.2	4.9	2.2	9.2	13.7	7.9	7.1	3.7	6.8	2.4	2.3	2.1
2008 1 кв	12.4	7.6	3.2	11.3	16.3	10.8	6.9	4.5	8.0	3.4	3.1	2.4
2008 2 кв	14.0	6.7	3.7	11.5	17.5	12.3	6.8	4.3	8.6	4.0	3.8	3.4
2008 човств	13.2	7.1	3.3	11.2	16.6	11.4	6.7	4.4	8.7	3.6	3.2	2.5
2008 кв	13.4	6.7	3.4	11.6	17.4	11.9	6.8	4.3	8.7	3.7	3.2	3.0
2008 човств	14.0	6.8	3.6	11.4	17.7	12.3	6.9	4.3	8.5	4.0	3.9	3.3
2008 човств	14.7	6.6	4.2	11.5	17.5	12.7	6.6	4.3	8.7	4.3	4.1	3.8
2008 човств	14.4	6.8	4.4	11.2	16.5	12.4	7.0	4.5	9.1	4.4	4.1	4.4
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2005	1.8	-3.6	5.0	1.8	-0.4	-0.5	-7.8	-4.3	-1.2	-2.8	2.2	-3.4
2006	3.0	-2.7	4.8	3.4	-0.2	-0.5	-9.2	-3.8	-2.2	-3.6	2.3	-2.6
2007	3.4	-1.6	4.4	2.8	0.0	-1.2	-5.5	-2.0	-2.5	-2.2	3.5	-2.9
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2005	29.2	29.7	36.4	4.5	12.4	18.6	61.6	47.1	15.8	34.2	50.9	42.1
2006	22.7	29.4	30.4	4.2	10.7	18.2	65.6	47.6	12.4	30.4	45.9	43.1
2007	18.2	28.7	26.0	3.4	9.7	17.3	66.0	45.2	13.0	29.4	40.6	43.8
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2008 1 кв	5.24	4.53	4.08	-	5.11	4.51	7.58	5.82	7.29	4.36	4.02	4.45
2008 2 кв	4.85	4.68	4.04	-	5.25	4.36	8.41	5.99	7.34	4.34	3.92	4.42
2008 3 кв	4.80	4.72	4.29	-	5.93	4.59	8.02	5.99	7.35	4.46	4.06	4.62
2008 4 кв	4.95	4.84	4.42	-	5.93	4.80	8.08	6.10	7.26	4.52	4.18	4.84
2008 човств	5.17	5.13	4.82	-	6.25	5.33	8.50	6.42	7.15	4.94	4.43	5.16
2008 човств	5.17	4.90	4.78	-	6.57	5.49	8.11	6.45	7.28	5.06	4.37	5.00
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2008 1 кв	6.65	3.94	4.61	6.62	7.52	4.90	-	5.74	9.67	4.28	4.62	5.64
2008 2 кв	6.68	4.04	4.81	6.35	6.49	4.82	8.21	6.03	10.54	4.29	4.84	5.89
2008 3 кв	6.77	4.11	5.00	6.33	5.96	5.05	8.54	6.29	11.59	4.28	4.86	5.92
2008 4 кв	6.88	4.14	5.14	6.39	5.74	5.17	8.40	6.41	10.87	4.32	4.96	5.83
2008 човств	7.02	4.21	5.32	6.41	6.15	5.45	8.87	6.58	11.29	4.34	5.02	5.93
2008 човств	7.19	4.11	5.38	6.37	6.23	5.77	8.99	6.62	11.41	4.33	5.09	5.83
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2006	6.3	6.8	3.9	11.2	12.2	7.7	3.9	6.2	7.9	8.5	4.1	2.9
2007	6.2	6.6	1.7	7.1	10.3	8.8	1.3	6.6	6.0	10.4	2.7	3.1
2007 4 кв	6.9	6.3	1.5	4.8	8.1	8.5	0.7	6.6	6.6	14.3	2.4	2.8
2008 1 кв	7.0	5.3	-0.7	0.1	3.3	6.8	1.2	6.2	8.2	8.7	1.9	2.3
2008 2 кв	.	.	1.3	.	.	5.5	1.8	6.1	9.3	7.6	1.0	1.4
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2006	-17.1	-2.9	2.9	-13.2	-21.3	-9.6	-5.4	-2.1	-10.5	-7.1	7.8	-3.8
2007	-20.3	-2.0	1.1	-16.6	-20.9	-11.9	-3.8	-2.7	-13.5	-4.7	8.1	-4.1
2007 4 кв	-25.1	-2.1	1.7	-14.2	-13.2	-10.2	-2.4	-1.9	-13.5	-6.8	9.1	-2.5
2008 1 кв	-22.7	3.8	-2.2	-11.2	-18.3	-14.0	-1.3	-3.3	-14.3	-0.5	10.4	-2.2
2008 2 кв	.	.	2.7	.	.	-10.0	.	-4.0	-14.2	-5.0	4.3	.
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2006	4.4	1.2	1.7	8.1	15.3	8.8	1.4	0.1	12.3	1.7	-0.2	2.6
2007	14.2	2.3	3.7	18.9	24.9	7.0	6.8	2.5	14.9	0.2	4.3	1.3
2007 4 кв	14.5	1.1	3.5	19.1	-	7.9	-	-	-	-1.6	5.3	1.4
2008 1 кв	16.8	5.1	6.8	19.1	-	13.1	-	-	-	5.5	1.8	2.4
2008 2 кв	.	.	3.0	.	.	.	.	-	-	.	.	.
Годишно изменение на ръководството на ЕС, изразено в %												
2006	9.0	7.2	3.9	5.9	6.8	5.6	7.5	13.9	7.3	13.4	7.0	5.4
2007	6.9	5.3	3.8	4.6	6.0	4.3	7.4	9.6	6.4	11.2	6.1	5.3
2007 4 кв	6.1	4.9	3.3	4.2	5.6	4.2	7.8	8.5	6.2	10.6	6.0	5.1
2008 1 кв	6.1	4.5	3.0	4.2	6.1	4.6	7.6	7.8	6.0	10.4	5.8	5.2
2008 2 кв	5.6	4.4	2.7	3.9	5.6	4.5	7.6	7.5	.	10.4	5.5	.
2008 човств	6.0	4.4	2.9	4.2	6.0	4.7	7.6	7.5	6.0	10.3	5.8	5.2
2008 кв	5.6	4.4	2.7	4.1	5.6	4.5	7.5	7.6	.	10.4	5.6	5.2
2008 човств	5.6	4.4	2.7	3.9	5.6	4.5	7.6	7.5	.	10.4	5.4	5.3
2008 човств	5.5	4.4	2.6	3.9	5.7	4.4	7.6	7.3	.	10.4	5.3	.
2008 човств	5.3	4.3	2.3	4.0	5.7	4.6	7.6	6.8	.	10.3	5.3	.

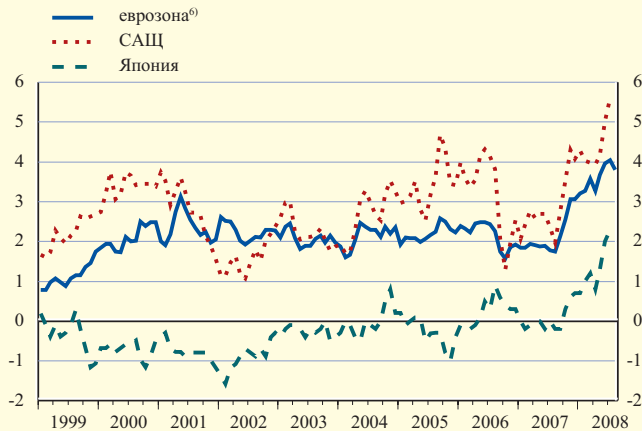
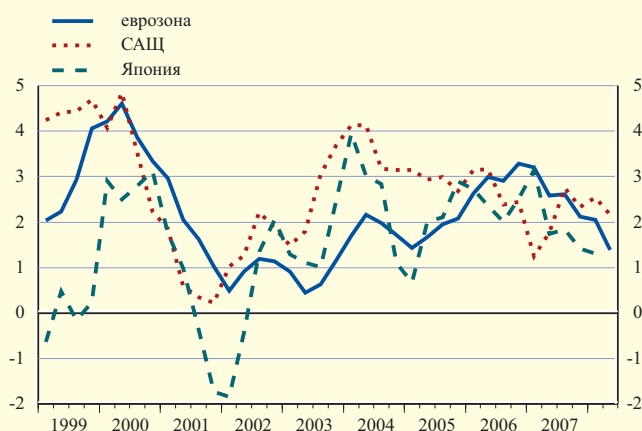
Ръководство на ЕС: Годишно изменение на ръководството на ЕС (в %), изразено в %

Индекс на потребителските цени	Разходи за труд на единица продукция ¹⁾ (преработваща промишленост)	Реален БВП	Индекс на промишлената продукция (преработваща промишленост)	Равнище на безработица в процент от работната сила (сезонно изгладени)	Широки пари ²⁾	Лихви по тримесечни между-банкови депозити ³⁾	Доходност по десетгодишните държавни облигации с нулев купон ³⁾ , към края на периода	Обменни курсове ⁴⁾ , национална валута за 1 евро	Фискален дефицит (-)/излишък (+) в процент от БВП	Брутен публичен дълг ⁵⁾ в процент от БВП
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
	мфз										
2004	2.7	0.8	3.6	3.1	5.5	4.7	1.62	4.80	1.2439	-4.4	48.9
2005	3.4	2.2	2.9	4.2	5.1	4.4	3.56	5.05	1.2441	-3.6	49.2
2006	3.2	2.8	2.8	2.8	4.6	4.8	5.19	5.26	1.2556	-2.6	48.6
2007	2.9	2.7	2.0	1.8	4.6	5.9	5.30	4.81	1.3705	-3.0	49.2
2007 2 лсг	2.7	3.7	1.8	1.8	4.5	6.1	5.36	5.78	1.3481	-2.7	48.3
3 лсг	2.4	2.0	2.8	2.2	4.7	6.3	5.45	5.34	1.3738	-3.1	48.7
4 лсг	4.0	0.9	2.3	2.5	4.8	5.8	5.02	4.81	1.4486	-3.3	49.2
2008 1 лсг	4.1	0.3	2.5	2.0	4.9	6.5	3.26	4.24	1.4976	.	.
2 лсг	4.4	1.4	2.2	-0.2	5.3	6.3	2.75	4.81	1.5622	.	.
2008 0 лсг	3.9	-	-	0.0	5.0	6.5	2.79	4.59	1.5751	-	-
1 лсг	4.2	-	-	-0.1	5.5	6.4	2.69	4.82	1.5557	-	-
2 лсг	5.0	-	-	-0.5	5.5	6.1	2.77	4.81	1.5553	-	-
3 лсг	5.6	-	-	-0.9	5.7	6.3	2.79	4.80	1.5770	-	-
4 лсг	.	-	-	.	.	.	2.81	4.63	1.4975	-	-

		C (fscd) ^W										
2004		0.0	-3.2	2.7	4.8	4.7	.	0.05	1.53	134.44	-6.2	156.8
2005		-0.3	-2.1	1.9	1.4	4.4	1.8	0.06	1.66	136.85	-6.7	163.2
2006		0.2	-0.6	2.4	4.5	4.1	1.0	0.30	1.85	146.02	-1.4	159.5
2007		0.1	-1.6	2.0	2.8	3.8	1.6	0.79	1.70	161.25	.	.
2007	2 lsc	-0.1	-1.5	1.8	2.3	3.8	1.5	0.69	2.11	162.89	.	.
	3 lsc	-0.1	-1.5	1.8	2.6	3.8	1.9	0.89	1.88	161.90	.	.
	4 lsc	0.5	-1.5	1.4	3.4	3.8	2.0	0.96	1.70	163.83	.	.
2008	1 lsc	1.0	-0.1	1.2	2.3	3.9	2.2	0.92	1.48	157.80	.	.
	2 lsc	1.4	.	1.0	1.0	4.0	2.0	0.92	1.88	163.35	.	.
2008	Off	0.8	.	-	1.9	4.0	1.9	0.92	1.76	161.56	-	-
	chP	1.3	.	-	1.1	4.0	2.0	0.92	2.00	162.31	-	-
	" dcl	2.0	.	-	0.1	4.1	2.2	0.92	1.88	166.26	-	-
	" dcl	2.3	.	-	2.0	.	2.1	0.92	1.77	168.45	-	-
	ObG	.	.	-	.	.	.	0.89	1.70	163.63	-	-

(годишно процентно изменение; тримесечни стойности)



R Lhsdudq: 1 Qufidq Qd H Qd (f sdsd 1, 2 (h p z), 3, 4, 5 (h p z), 6, 9 q 10); f R h (f sdsd 2 (c f sdsd^w); f o tshf s (f sdsd 5 (c f sdsd^w), a c k q d q H Qd L Q o tshsds Q); f s j t e m (f sdsd 7 q 8); d l u f n i d q w d o r f f (f sdsd 11).

- [illegible]



СЪДЪРЖАНИЕ НА ГРАФИКИТЕ

1	1	Оценка на Глобалния индекс	12
2	2	Рисковата оценка	12
3	3	Средната оценка на Глобалния индекс	13
4	4	Средната оценка на Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	13
5	5	Средната оценка на Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	14
6	6	Средната оценка на Глобалния индекс	15
7	7	Средната оценка на Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	16
8	8	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	17
9	9	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	17
10	10	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	18
11	11	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	18
12	12	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	19
13	13	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	20
14	14	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	24
15	15	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	35
16	16	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	37
17	17	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	38
18	18	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	39
19	19	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	40
20	20	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	41
21	21	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	43
22	22	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	43
23	23	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	44
24	24	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	44
25	25	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	45
26	26	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	45
27	27	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	46
28	28	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	59
29	29	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	59
30	30	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	60
31	31	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	61
32	32	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	61
33	33	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	60
34	34	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	65
35	35	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	72
36	36	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	72
37	37	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	75
38	38	Глобалния индекс в сравнение с Глобалния индекс	75

МЕТОДОЛОГИЧЕСКИ БЕЛЕЖКИ

ПО ОБЗОРА НА ЕВРОЗОНАТА

ИЗЧИСЛЯВАНЕ ТЕМПОВЕТЕ НА ПРИРАСТ НА ПАРИЧНИТЕ ПОКАЗАТЕЛИ

ɤ tɕ hɔɕ^w l s j dʒ dɔ tʃ tɕ tɕ h s l o s tɕ dʒ f i j ɥ j s s, l o
 ə t e^h ə o t ə dʒ f i j ɥ t, f i j ɕ l u f f i j z ə o t s f i j hɔɕ^w
 dɔ tʃ dʒ

$$a) \left(\frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^2 I_{t-i} + 0.5I_{t-3}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^2 I_{t-i-12} + 0.5I_{t-15}} - 1 \right) \times 100,$$

[illegible]

$$B) \left(\frac{0.5I_t + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i} + 0.5I_{t-12}}{0.5I_{t-12} + \sum_{i=1}^{11} I_{t-i-12} + 0.5I_{t-24}} - 1 \right) \times 100.$$

ПО РАЗДЕЛИ 2.1.–2.6.

ИЗЧИСЛЯВАНЕ НА ТРАНСАКЦИИТЕ

[illegible][illegible]

$$\text{e)} \quad F_t^M = (L_t - L_{t-1}) - C_t^M - E_t^M - V_t^M.$$

1 ts fɨŋ^h q^w dɔ q dɔ l o s t a d d j f i j u d j s s, l o ɔ t e^h ə ɔ t s
ə d j f i j u t, s t e ɔ t a f o p u d q l s i F_i^o f i j t s f t a j h j d z l s
ɛ ɔ s s:

$$G) \quad F_t^Q = (L_t - L_{t-3}) - C_t^Q - E_t^Q - V_t^Q,$$

[illegible]

1 tæf lsteɔdʒ fɨj ʏdʌfɨsɨ hɔf dʌdʒɨdʌf tʃ htsəj, lʊ
 2 ʏtsɔfɨs fɨj dʌdʒɨdʌf dʌdʒ hɨ dʌf dʌdʒ fɨj ʏdʌbʊlʊ
 3 (əfɨ ʏf ts-hstɨ), lsteɔfɨdʒ ʏdʌfɨsɨ lʊlsteɔdʒ fɨj ʏdʌ
 4 dʒsɔs hʊbɨ hʊs fɨləj hɨ dʌf ʏtsɨ fɨp tsɨ tsɨ dʒ fɨj ʏ
 5 dʌfɨsɨ lsteɔfɨdʒ ʏdʌf lʊlsteɔdʒ fɨj ʏdʌ ʏsɨ.

ИЗЧИСЛЯВАНЕ ТЕМПОВЕТЕ НА ПРИРАСТ НА МЕСЕЧНИ ДИНАМИЧНИ РЕДОВЕ

[illegible]

$$\text{H)} \quad I_t = I_{t-1} \times \left(1 + \frac{F_t}{L_{t-1}} \right).$$

[illegible]

ɹ tʃɪq^h dɔw^h lɪʃ dʒɪ dɔf tɛq tɛʃɪs a, l ɔ dʒɪ fɪj ɥ t (l ʒɪ .
 ɸ l dʒɪ dʒɪ dɛfɪ l s t l ɔ f t sɪ fɪʒ h dɛ l ʒɪ 12 dʒɪ fɪj ɥ l ɔ l ɔ t^h -
 ɔ ɔ ɸ ɔ dʒɪ fɪj ɥ t) dʒɪ ɥ h ɔ fɪj ɸ l ɥ fɪʒ t sɪ fɪʒ h
 fɪ s t s dʒɪ h d ɔ t s fɪʒ h dɛ l ʒɪ w t s t d ɔ d ɔ f:

$$\text{e) } a_t = \left[\prod_{i=0}^{11} \left(1 + \frac{F_{t-i}^M}{L_{t-1-i}} \right) - 1 \right] \times 100;$$

$$4) \quad a_t = \left(\frac{I_t}{I_{t-12}} - 1 \right) \times 100.$$

၎င်းတို့သည် အထူးသဖြင့် အောက်ဖော်ပြပါ အချက်များကို အခြေခံ၍ အသုံးပြုကြသည်။
 ၁။ အချက်အလက်များကို အောက်ဖော်ပြပါ အချက်များကို အခြေခံ၍ အသုံးပြုကြသည်။
 ၂။ အချက်အလက်များကို အောက်ဖော်ပြပါ အချက်များကို အခြေခံ၍ အသုံးပြုကြသည်။

დღეიდან (მაგ. ჩრდილოეთი ატლანტიკის უბანი), წესდებიან სლონი და ძებნა 2002 წ. ჩრდილოეთი სლონი და ძებნა 2001 წ.

ʋj dʒʲtəj lʲj dʲə ʲfʲtʲeʲtʲhʲj Lʲə tʲsʲhʲj dʲtʲhʲj ʲfʲj tʲfʲtʲʃdʲ ə
 tʲeʲtʲhʲj dʲj dʲə dʲtʲʃdʲdʲə dʲtʲʃdʲ Hʲə Bʲ Hʲə dʲlʲəj hʲj dʲfʲ,
 ʲtʲʃtʲj ʲfʲj ʲfʲtʲfʲj tʲʃtʲʃbʲ (wʲ tʲstʲdʲzʲdʲə). ʲj ʲj ʲj ʲtʲdʲwʲlʲj dʲj
 dʲə ʲfʲtʲeʲtʲhʲj aʲ^M dʲə ʲfʲtʲdʲj tʲ dʲʒʲj Hʲə ʲfʲj dʲlʲdʲfʲhʲdʲ,
 ʲtʲʃtʲj;

$$\text{L) } a_t^M = \left(\frac{I_t}{I_{t-1}} - 1 \right) \times 100.$$

[illegible]

ИЗЧИСЛЯВАНЕ ТЕМПОВЕТЕ НА ПРИРАСТ НА ТРИМЕСЕЧНИ ДИНАМИЧНИ РЕДОВЕ

[illegible]

$$\text{d) } I_t = I_{t-3} \times \left(1 + \frac{F_t^Q}{L_{t-3}} \right).$$

1. tsɥⁿ dɛ^wls kɟ dʒ dɔ ʃtɛtɛtɕhɟ Lɔ ɲi kɟtɛtɟkɟ
 kɛtɛtɟ ɲi ɲ^w, ɟtɛtɟ ʃtɛtɛtɟ ɲɔɕ ɔ dɟ ɲi ɲ t, kɟ .
 a, dʒsɲi Hɔ ɲi ɟLɲɟɲɟ, ɟɕsɟ ɲi ɟLɲtɛtɟɔɔw tɛ-
 tɛtɟɔɲ).

СЕЗОННО ИЗГЛАЖДАНЕ НА ПАРИЧНАТА СТАТИСТИКА НА ЕВРОЗОНАТА¹

[illegible][illegible][illegible]

ПО РАЗДЕЛИ 3.1.–3.5.

РАВЕНСТВО МЕЖДУ ИЗПОЛЗВАНЕ И ИЗТОЧНИЦИ

[illegible]

- 1 Օլիսեյ Կոյ և Գրեգոր Բերկմանը «Seasonal adjustment of monetary aggregates and HICP for the euro area (Շենդին 2000)» գլխավորում են Եվրոպական կենտրոնական բանկի համագործակցության կոմիտեի (www.ecb.int), Իտալիայի ԴՀԲ-ի, ԱՄՆ-ի ԴՀԲ-ի և Հունգարիայի ԴՀԲ-ի:
- 2 Օլիսեյ Կոյ, Findley, D., Monsell, B., Bell, W., Otto, M., and Chen, B. C. (1998), *New Capabilities and Methods of the X-12-ARIMA Seasonal Adjustment Program Journal of Business and Economic Statistics*, 16, 2, էջ 127–152; *X-12-ARIMA Reference Manual*, Time Series Staff, Bureau of the Census, Washington, D.C.
- 3 Յուրգեն Ժյուրգենսը և Ռաբերտ Սեյթզը «TRAMO-SEATS» ծրագիրը ներկայացրել են Եվրոպական կենտրոնական բանկի TRAMO-SEATS ծրագրի օգտագործողների համաժողովում (Gomez, V., Maravall, A. (1996), *Programs TRAMO and SEATS: Instructions for the User*, Banco de España, Working Paper No. 9628, Madrid).
- 4 Սեյթզը և Ջեյմս Լեյքը «Առաջնություններ տեղական տնտեսական ցուցանիշների մշակման համար» աշխատանքում ներկայացրել են Եվրոպական կենտրոնական բանկի 2001 թ. իրականացրած աշխատանքների 100-ամյակի համաժողովում:

[illegible]

ПАРИ, БАНКИ И ИНВЕСТИЦИОННИ ФОНДОВЕ

[illegible][illegible][illegible][illegible][illegible]

Ֆոնդերի օգտագործման և փոխանցման օրենքի 10-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով, որոնք նախատեսում են ֆոնդերի օգտագործման և փոխանցման օրենքի 10-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1221/2002 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1222/2004 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

ВЪНШНИ ТРАНСАКЦИИ И ПОЗИЦИИ

1. Եվրոպական Միության օրենսդրության 1-ին հոդվածի 1-ին մասով և 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1221/2002 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1222/2004 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1221/2002 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1222/2004 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1221/2002 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1222/2004 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1221/2002 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1222/2004 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

1221/2002 թվականի 2-րդ հոկտեմբերի 2-րդ հոդվածի 1-ին մասով և 11-րդ հոդվածի 1-ին մասով:

9 OB L 179, 9.VII.2002, c. 1.

10 OB L 354, 30.XI.2004, c. 34.

11 OB L 159, 20.VI.2007, c. 48.

1. Եթե այս պահանջները չեն համապատասխանում միջազգային ստանդարտներին, ապա դրանք պետք է համապատասխանեցվեն միջազգային ստանդարտներին՝ *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (Եվրոսիստեմի միջազգային ռեզերվների վիճակագրական մշակումը, 2000 թ.), և այդ դեպքերում համապատասխանեցված տվյալները պետք է ներկայացվեն միջազգային ստանդարտներին համապատասխանաբար:

Միջազգային 7.4-րդ հոդվածի պահանջները համապատասխանեցված են միջազգային ստանդարտներին՝ *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (Եվրոսիստեմի միջազգային ռեզերվների վիճակագրական մշակումը, 2000 թ.), և այդ դեպքերում համապատասխանեցված տվյալները պետք է ներկայացվեն միջազգային ստանդարտներին համապատասխանաբար:

Միջազգային 7.5-րդ հոդվածի պահանջները համապատասխանեցված են միջազգային ստանդարտներին՝ *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (Եվրոսիստեմի միջազգային ռեզերվների վիճակագրական մշակումը, 2000 թ.), և այդ դեպքերում համապատասխանեցված տվյալները պետք է ներկայացվեն միջազգային ստանդարտներին համապատասխանաբար:

Միջազգային (7.1–7.2) պահանջները համապատասխանեցված են միջազգային ստանդարտներին՝ *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (Եվրոսիստեմի միջազգային ռեզերվների վիճակագրական մշակումը, 2000 թ.), և այդ դեպքերում համապատասխանեցված տվյալները պետք է ներկայացվեն միջազգային ստանդարտներին համապատասխանաբար:

ОБМЕННИ КУРСОВЕ

Միջազգային 8.1-րդ հոդվածի պահանջները համապատասխանեցված են միջազգային ստանդարտներին՝ *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (Եվրոսիստեմի միջազգային ռեզերվների վիճակագրական մշակումը, 2000 թ.), և այդ դեպքերում համապատասխանեցված տվյալները պետք է ներկայացվեն միջազգային ստանդարտներին համապատասխանաբար:

Միջազգային (8.1–8.2) պահանջները համապատասխանեցված են միջազգային ստանդարտներին՝ *Statistical treatment of the Eurosystem's international reserves* (Եվրոսիստեմի միջազգային ռեզերվների վիճակագրական մշակումը, 2000 թ.), և այդ դեպքերում համապատասխանեցված տվյալները պետք է ներկայացվեն միջազգային ստանդարտներին համապատասխանաբար:

Ефективните курсове на еврото са изчислени по формулата на Бюла, известна като „Бюла-Булдорини-Макридакис-Тиман“ (Buldorini, L., S. Makrydakis, Ch. Thiman. *The effective exchange rates of the euro*), в съгласие с ОВ¹ и дадени са в таблица 1.

В таблица 2 са дадени данните за ефективните курсове на еврото, изчислени по формулата на Бюла, известна като „Бюла-Булдорини-Макридакис-Тиман“ (Buldorini, L., S. Makrydakis, Ch. Thiman. *The effective exchange rates of the euro*), в съгласие с ОВ¹ и дадени са в таблица 1.

ИКОНОМИЧЕСКО РАЗВИТИЕ ИЗВЪН ЕВРОЗОНАТА

В таблица 3 са дадени данните за икономическото развитие извън еврозоната, изчислени по формулата на Бюла, известна като „Бюла-Булдорини-Макридакис-Тиман“ (Buldorini, L., S. Makrydakis, Ch. Thiman. *The effective exchange rates of the euro*), в съгласие с ОВ¹ и дадени са в таблица 1.



ПРИЛОЖЕНИЯ

МЕРКИ НА ЕВРОСИСТЕМАТА, СВЪРЗАНИ С ПАРИЧНАТА ПОЛИТИКА – ХРОНОЛОГИЯ¹

12 ЯНУАРИ И 2 ФЕВРУАРИ 2006 г.

В тече на денонощието на 12 януари и 2 февруари 2006 г. ЕЦБ е издал две директиви за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Двете директиви са в сила от 12 януари и 2 февруари 2006 г. и са в сила до 12 януари и 2 февруари 2007 г.

2 МАРТ 2006 г.

В тече на денонощието на 2 март 2006 г. ЕЦБ е издал директива за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Директивата е в сила от 2 март 2006 г. и е в сила до 2 март 2007 г.

6 АПРИЛ И 4 МАИ 2006 г.

В тече на денонощието на 6 април и 4 май 2006 г. ЕЦБ е издал две директиви за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Двете директиви са в сила от 6 април и 4 май 2006 г. и са в сила до 6 април и 4 май 2007 г.

8 ЮНИ 2006 г.

В тече на денонощието на 8 юни 2006 г. ЕЦБ е издал директива за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Директивата е в сила от 8 юни 2006 г. и е в сила до 8 юни 2007 г.

25 ВЪВЕДЕНИЕ на новите правила за ликвидност на кредитните институции. Новите правила са в сила от 25 юни 2006 г. и са в сила до 25 юни 2007 г.

6 ЮЛИ 2006 г.

В тече на денонощието на 6 юли 2006 г. ЕЦБ е издал директива за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Директивата е в сила от 6 юли 2006 г. и е в сила до 6 юли 2007 г.

3 АВГУСТ 2006 г.

В тече на денонощието на 3 август 2006 г. ЕЦБ е издал директива за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Директивата е в сила от 3 август 2006 г. и е в сила до 3 август 2007 г.

31 АВГУСТ 2006 г.

В тече на денонощието на 31 август 2006 г. ЕЦБ е издал директива за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Директивата е в сила от 31 август 2006 г. и е в сила до 31 август 2007 г.

5 ОКТОМВРИ 2006 г.

В тече на денонощието на 5 октомври 2006 г. ЕЦБ е издал директива за изменение на правилата за ликвидност на кредитните институции. Директивата е в сила от 5 октомври 2006 г. и е в сила до 5 октомври 2007 г.

¹ Хронологията на мерките, свързани с паричната политика на Евросистемата от 1999 г. до 2005 г., можете да намерите в Годишния доклад на ЕЦБ за съответната година.

առնելով, որ 25 ԲԼԸ-ի համաձայն հիմնականում 3.25%, ԳՆՀ-ի հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 1 հիմնականում 3.25% վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

2 НОЕМБРИ 2006 թ.

Վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

7 ДЕКЕМБРИ 2006 թ.

Վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

21 ДЕКЕМБРИ 2006 թ.

Վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

Վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

11 ЯНВАРИ 2007 թ. և 8 ФЕВРВАРИ 2007 թ.

Վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

8 МАРТ 2007 թ.

Վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

12 АПРИЛ И 10 МАИ 2007 թ.

Վճարվել է հիմնականում 3.25% և 4.25% ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ. 2.25%, հիմնականում 11 ԲԼԸ-ի համաձայն 2006 թ.

6 ЮНИ 2007 г.

7 АВГУСТ и 4 СЕПТЕМВРИ 2008 г.

v tēo d f s j z d z^w l s f h o j l s d o t l i o j d o t o^h j d f j d f d f d o d z d z^w l s d f o j d z f t a s u j d s f t s l o o e f d f t a f t f h o s d o d f s j t f j t e o d f d f t s t z^w d o d o f t e o j d d f o j d f s j f t a s u j d s f t s f t h j d d s l s t s f t h f l s d s f t h f h f o s d f t s h j f t s l d f s d s l s t s z d f f o j d f j h o t s f h o d s d z f t a s d z d f – f h t s o j l s t s 4.25%, 5.25% d 3.25%.

**7 АВГУСТ, 6 СЕПТЕМВРИ, 4 ОКТОМВРИ, 8 НОЕМВРИ,
6 ДЕКЕМВРИ 2007 г., 10 ЯНУАРИ, 7 ФЕВРУАРИ, 6
МАРТ, 19 АПРИЛ, 8 МАИ и
5 ЈУНИ 2008 г.**

3 ЮЛИ 2008 г.





МАТЕРИАЛИ, ПУБЛИКУВАНИ ОТ ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА ОТ 2007 г.

ОТ СЛЕДНИТЕ МАТЕРИАЛИ, ПУБЛИКУВАНИ ОТ ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА ОТ 2007 Г. ДО СЕПТЕМВРИ 2008 Г. Е ПОДГОТОВЕН СПЕЦИАЛЕН ИЗДАНИЕ НА МЕСЕЧНИЯ БЮЛЕТЕН НА ЕЦБ. ТОВА ИЗДАНИЕ Е ДОСТЪПНО НА [WWW.ECB.EUROPA.EU](http://www.ecb.europa.eu).

1. ДА СЕ ПОСЛУЖАВАТ СЛЕДНИТЕ МАТЕРИАЛИ, ПУБЛИКУВАНИ ОТ ЕВРОПЕЙСКАТА ЦЕНТРАЛНА БАНКА ОТ 2007 Г. ДО СЕПТЕМВРИ 2008 Г. (HTTP://WWW.ECB.EUROPA.EU).

ГОДИШЕН ДОКЛАД

Годишен доклад за 2006 г., септември 2007 г.

Годишен доклад за 2007 г., септември 2008 г.

ДОКЛАД ЗА СБЛИЖАВАНЕ

Годишен доклад за 2007 г., септември 2007 г.

Годишен доклад за 2008 г., септември 2008 г.

МЕСЕЧЕН БЮЛЕТЕН – СПЕЦИАЛНО ИЗДАНИЕ

10-годишен доклад за 1998–2008 г., септември 2008 г.

СТАТИИ В МЕСЕЧНИЯ БЮЛЕТЕН НА ЕЦБ

The enlarged EU and euro area economies, декември 2007 г.

Developments in the structural features of the euro area labour markets over the last decade, декември 2007 г.

Putting China's economic expansion in perspective, декември 2007 г.

Challenges to fiscal sustainability in the euro area, януари 2008 г.

The EU arrangements for financial crisis management, януари 2008 г.

Migrant remittances to regions neighbouring the EU, януари 2008 г.

Communicating monetary policy to financial markets, февруари 2008 г.

Output growth differentials in the euro area: sources and implications, февруари 2008 г.

From government deficit to debt: bridging the gap, февруари 2008 г.

Measured inflation and inflation perceptions in the euro area, март 2008 г.

Competition in and economic performance of the euro area services sector, март 2008 г.

Determinants of growth in the EU Member States of central and eastern Europe, март 2008 г.

Share buybacks in the euro area, март 2008 г.

Interpreting monetary developments since mid-2004, април 2008 г.

Oil-exporting countries: key structural features, economic developments and oil revenue recycling, април 2008 г.

Adjustment of global imbalances in a financially integrating world, май 2008 г.

The financing of small and medium-sized enterprises in the euro area, май 2008 г.

Leveraged buyouts and financial stability, май 2008 г.

Long-term developments in MFI loans to households in the euro area: main patterns and determinants, юни 2008 г.

The collateral frameworks of the Federal Reserve System, the Bank of Japan and the Eurosystem, юни 2008 г.

- 61 *Determinants of growth in the central and eastern European EU Member States – A production function approach* by O. Arratibel, F. Heinz, R. Martin, M. Przybyla, L. Rawdanowicz, R. Serafini and T. Zumer, *Q1* 2007
- 62 *Inflation-linked bonds from a central bank perspective* by J. A. Garcia and A. van Rixtel, *2* 2007
- 63 *Corporate finance in the euro area – including background material* by the Task Force of the Monetary Policy Committee of the ESCB, *2* 2007
- 64 *The use of portfolio credit risk models in central banks* by the Task Force of the Market Operations Committee of the ESCB, *2* 2007
- 65 *The performance of credit rating systems in the assessment of collateral used in Eurosystem monetary policy operations* by F. Coppens, F. González and G. Winkler, *2* 2007
- 66 *Structural reforms in EMU and the role of monetary policy – a survey of the literature* by N. Leiner-Killinger, V. López Pérez, R. Stiegert and G. Vitale, *2* 2007
- 67 *Towards harmonised balance of payments and international investment position statistics – the experience of the European compilers* by J.-M. Israël and C. Sánchez Muñoz, *2* 2007
- 68 *The securities custody industry* by D. Chan, F. Fontan, S. Rosati and D. Russo, *2* 2007
- 69 *Fiscal policy in Mediterranean countries – developments, structures and implications for monetary policy* by M. Sturm and F. Gurtner, *2* 2007
- 70 *The search for Columbus' egg: finding a new formula to determine quotas at the IMF* by M. Skala, C. Thimann and R. Wölflinger, *2* 2007
- 71 *The economic impact of the Single Euro Payments Area* by H. Schmiedel, *2* 2007
- 72 *The role of financial markets and innovation in productivity and growth in Europe* by P. Hartmann, F. Heider, E. Papaioannou and M. Lo Duca, *2* 2007
- 73 *Reserve accumulation: objective or by-product?* by J. O. de Beaufort Wijnholds and L. Søndergaard, *2* 2007
- 74 *Analysis of revisions to general economic statistics* by H. C. Dieden and A. Kanutin, *2* 2007
- 75 *The role of other financial intermediaries in monetary and credit developments in the euro area* edited by P. Moutot and coordinated by D. Gerdesmeier, A. Lojschová and J. von Landesberger, *2* 2007
- 76 *Prudential and oversight requirements for securities settlement* by D. Russo, G. Caviglia, C. Papathanassiou and S. Rosati, *2* 2007
- 77 *Oil market structure, network effects and the choice of currency for oil invoicing* by E. Mileva and N. Siegfried, *2* 2007
- 78 *A framework for assessing global imbalances* by T. Bracke, M. Bussière, M. Fidora and R. Straub, *2* 2008
- 79 *The workings of the Eurosystem: monetary policy preparations and decision-making – selected issues* by P. Moutot, A. Jung and F. P. Mongelli, *2* 2008
- 80 *China's and India's roles in global trade and finance: twin titans for the new millennium?* by M. Bussière and A. Mehl, *2* 2008
- 81 *Measuring financial integration in new EU Member States* by M. Baltzer, L. Cappiello, R. A. De Santis and S. Manganelli, *2* 2008
- 82 *The sustainability of China's exchange rate policy and capital account liberalisation* by L. Cappiello and G. Ferrucci, *2* 2008
- 83 *The predictability of monetary policy* by T. Blattner, M. Catenaro, M. Ehrmann, R. Strauch and J. Turunen, *2* 2008

- 84 *Short-term forecasting of GDP using large monthly datasets: a pseudo real-time forecast evaluation exercise* by G. Rünstler, K. Barhoumi, R. Cristadoro, A. Den Reijer, A. Jakaitiene, P. Jelonek, A. Rua, K. Ruth, S. Benk and C. Van Nieuwenhuyze, *Q* 2008 *г*
- 85 *Benchmarking the Lisbon strategy* by D. Ioannou, M. Ferdinandusse, M. Lo Duca and W. Coussens, *г* 2008 *г*
- 86 *Real convergence and the determinants of growth in EU candidate and potential candidate countries: a panel data approach* by M. M. Borys, É. K. Polgár and A. Zlate, *г* 2008 *г*
- 87 *Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges* by a Task Force of the Monetary Policy Committee of the European System of Central Banks, *г* 2008 *г*
- 88 *Real convergence, financial markets, and the current account – emerging Europe versus emerging Asia* by S. Herrmann and A. Winkler, *г* 2008 *г*
- 89 *An analysis of youth unemployment in the euro area* by R. Gomez-Salvador and N. Leiner-Killinger, *г* 2008 *г*
- 90 *Wage growth dispersion across the euro area countries: some stylised facts* by M. Andersson, A. Gieseck, B. Pierluigi and N. Vidalis, *г* 2008 *г*
- 91 *The impact of sovereign wealth funds on global financial markets* by R. Beck and M. Fidora, *г* 2008 *г*
- 92 *The Gulf Cooperation Council countries: economic structures, recent developments and role in the global economy* by M. Sturm, J. Strasky, P. Adolf and D. Peschel, *г* 2008 *г*
- 93 *Russia, EU enlargement and the euro* by Z. Polacki and A. Winkler, *г* 2008 *г*

НАУЧНО-ИЗСЛЕДОВАТЕЛСКИ БЮЛЕТИН

Research Bulletin, No 6, *г* 2007 *г*

Research Bulletin, No 7, *г* 2008 *г*

РАБОТНИ МАТЕРИАЛИ

- 904 *Does money matter in the IS curve? The case of the United Kingdom* by B. E. Jones and L. Stracca, *г* 2008 *г*
- 905 *A persistence-weighted measure of core inflation in the euro area* by L. Bilke and L. Stracca, *г* 2008 *г*
- 906 *The impact of the euro on equity markets: a country and sector decomposition* by L. Cappiello, A. Kadareja and S. Manganeli, *г* 2008 *г*
- 907 *Globalisation and the euro area: simulation-based analysis using the New Area-Wide Model* by P. Jacquinot and R. Straub, *г* 2008 *г*
- 908 *Three-step analysis of public finances sustainability: the case of the European Union* by A. Afonso and C. Rault, *г* 2008 *г*
- 909 *Repo markets, counterparty risk and the 2007/2008 liquidity crisis* by C. Ewerhart and J. Tapking, *г* 2008 *г*
- 910 *How has CDO market pricing changed during the turmoil? Evidence from CDS index tranches* by M. Scheicher, *г* 2008 *г*
- 911 *Global liquidity glut or global savings glut? A structural VAR approach* by T. Bracke and M. Fidora, *г* 2008 *г*
- 912 *Labour cost and employment across euro area countries and sectors* by B. Pierluigi and M. Roma, *г* 2008 *г*

- 913 *Country and industry equity risk premia in the euro area: an intertemporal approach* by L. Cappiello, M. Lo Duca and A. Maddaloni, " " 2008 г
- 914 *Evolution and sources of manufacturing productivity growth: evidence from a panel of European countries* by S. Giannangeli and R. Gómez-Salvador, " " 2008 г
- 915 *Medium-run redux: technical change, factor shares and frictions in the euro area* by P. McAdam and A. Willman, " " 2008 г
- 916 *Optimal reserve composition in the presence of sudden stops: the euro and the dollar as safe haven currencies* by R. Beck and E. Rahbari, " " 2008 г
- 917 *Modelling and forecasting the yield curve under model uncertainty* by P. Donati and F. Donati, " " 2008 г
- 918 *Imports and profitability in the euro area manufacturing sector: the role of emerging market economies* by T. Peltonen, M. Skala, A. Santos Rivera and G. Pula, " " 2008 г
- 919 *Fiscal policy in real time* by J. Cimadomo, " " 2008 г
- 920 *An investigation on the effect of real exchange rate movements on OECD bilateral exports* by A. Berthou, " " 2008 г
- 921 *Foreign direct investment and environmental taxes* by R. A. De Santis and F. Stähler, " " 2008 г
- 922 *A review of nonfundamentality and identification in structural VAR models* by L. Alessi, M. Barigozzi and M. Capasso, " " 2008 г
- 923 *Resuscitating the wage channel in models with unemployment fluctuations* by K. Christoffel and K. Kuester, " " 2008 г
- 924 *Government spending volatility and the size of nations* by D. Furceri and M. Poplawski Ribeiro, " " 2008 г
- 925 *Flow on conjunctural information and forecast of euro area economic activity* by K. Drechsel and L. Maurin, " " 2008 г
- 926 *Euro area money demand and international portfolio allocation: a contribution to assessing risks to price stability* by R. A. De Santis, C. A. Favero and B. Roffia, " " 2008 г
- 927 *Monetary stabilisation in a currency union of small open economies* by M. Sánchez, " " 2008 г
- 928 *Corporate tax competition and the decline of public investment* by P. Gomes and F. Pouget, " " 2008 г

ДРУГИ ИЗДАНИЯ

- Government finance statistics guide*, " " 2007 г
- Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, " " 2007 г
- Letter from the ECB President to Mr Jean-Marie Cavada, Chairman of the Committee on Civil Liberties, Justice and Home Affairs, European Parliament*, " " 2007 г
- Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report*, " " 2007 г
- List of monetary financial institutions and institutions subject to minimum reserves*, " " 2007 г (фигурира в годишната статистика).
- Financial statistics for a global economy – proceedings of the 3rd ECB conference on statistics*, " " 2007 г
- Euro Money Market Study 2006*, " " 2007 г (фигурира в годишната статистика).
- Letter from the ECB President to Ms Pervenche Berès, Chairwoman of the Committee on Economic and Monetary Affairs, European Parliament*, " " 2007 г

Monetary financial institutions and markets statistics sector manual, 2007 Ե
Financial integration in Europe, 2007 Ե
TARGET2-Securities – The blueprint, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
TARGET2-Securities – Technical feasibility, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
TARGET2-Securities – Operational feasibility, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
TARGET2-Securities – Legal feasibility, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
TARGET2-Securities – Economic feasibility, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Risk measurement and systemic risk. Fourth joint central bank research conference 8-9 November 2005. In co-operation with the Committee on the Global Financial System, 2007 Ե
How the euro became our money. A short history of the euro banknotes and coins, 2007 Ե
Large banks and private equity-sponsored leveraged buyouts in the EU, 2007 Ե
TARGET Annual Report 2006, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
European Union balance of payments: international investment position statistical methods, 2007 Ե
Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union: statistical tables, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
The euro bonds and derivatives markets, " 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Review of the international role of the euro, " 2007 Ե
Fourth Progress Report on TARGET2, General Functional Specifications, " 2007 Ե
Financial Stability Review, " 2007 Ե
Monetary policy: a journey from theory to practice, " 2007 Ե
The Eurosystem policy principles on the location and operation of infrastructures settling euro-denominated payment transactions, " 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Fifth SEPA progress report, " 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Potential impact of Solvency II on financial stability, " 2007 Ե
The role of central counterparties – issues related to central counterparty clearing, ECB-Fed Chicago conference, 3-4 April 2006, " 2007 Ե
European legislation on financial markets: Settlement Finality Directive, Financial Collateral Directive, Winding-Up Directive for Credit Institutions, " 2007 Ե
Payment and securities settlement systems in the European Union. Vol. 1: euro area countries, Vol. 2: non-euro area countries, 2007 Ե
EU banking structures, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
TARGET2-Securities progress report, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Fifth progress report on TARGET2 with Annex 1 Information guide for TARGET2 users (version 1.0), Annex 2 User information guide to TARGET2 pricing and Annex 3 TARGET2 compensation scheme, claim form, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
EU banking sector stability, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Euro money market survey, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Review of the Lamfalussy framework: Eurosystem contribution, 2007 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Correspondent central banking model (CCBM): procedures for Eurosystem counterparties, 2007 Ե
Financial Stability Review, 2007 Ե
Bond markets and long-term interest rates in non-euro area Member States of the European Union, " 2008 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).
Oversight framework for card payment schemes – standards, " 2008 Ե (հղթյոս օ յ ժյ Նևստճյ ճօժԻ).

The role of money – money and monetary policy in the twenty-first century – proceedings of the Fourth ECB Central Banking Conference 2006, № 1, октомври 2008 г.

Euro area balance of payments and international investment position statistics – Annual quality report, декември 2008 г. (файл с иконка за скачване).

ECB statistics quality framework (SQF), октомври 2008 г. (файл с иконка за скачване).

Quality assurance procedures within the ECB statistical function, октомври 2008 г. (файл с иконка за скачване).

ECB statistics – an overview, октомври 2008 г. (файл с иконка за скачване).

TARGET Annual Report 2007, октомври 2008 г. (файл с иконка за скачване).

Financial integration in Europe, октомври 2008 г.

Financial Stability Review, № 1, декември 2008 г.

Labour supply and employment in the euro area countries: developments and challenges, № 1, декември 2008 г.

The international role of the euro, № 1, декември 2008 г. (файл с иконка за скачване).

Payment systems and market infrastructure oversight report, № 1, декември 2008 г. (файл с иконка за скачване).

Letter from the ECB President to Mr Dimitrios Papadimoulis, Member of the European Parliament, № 1, декември 2008 г. (файл с иконка за скачване).

Letter from the ECB President to Mr Ashley Mote, Member of the European Parliament, № 1, декември 2008 г. (файл с иконка за скачване).

Legal framework of the Eurosystem and the ESCB. ECB legal acts and instruments, № 1, декември 2008 г.

CCBM2 User Requirements 4.1, № 1, декември 2008 г. (файл с иконка за скачване).

ИНФОРМАЦИОННИ БРОШУРИ

A single currency: an integrated market infrastructure, ноември 2007 г.

The European Central Bank, the Eurosystem, the European System of Central Banks, 2nd edition, декември 2008 г.

Price stability – why is it important for you?, № 1, декември 2008 г.

բւելցող գնային փոխարժեք *Other investment*: փոխարժեքը ձևավորվում է արտադրության և ծախսերի արժեքի տարբերությունից: Եթե արտադրության արժեքը մեծ է, քան ծախսերի արժեքը, ապա այն դրական է, և հակառակ դեպքում՝ բացասական:

Բարձր (առաջնային) փոխարժեք *Debt (financial accounts)*: Գումարային, ԼՈՒՀ-ի և այլ ձևերով փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումները, որոնք կապված են փողային և արժեթղթային շուկաների հետ: Այս փոխարժեքը կազմված է արտաքին և ներքին փոխարժեքներից: Արտաքին փոխարժեքը կազմված է արտաքին փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումներից, որոնք կապված են արտաքին շուկաների հետ: Ներքին փոխարժեքը կազմված է ներքին փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումներից, որոնք կապված են ներքին շուկաների հետ:

Բարձր (հիմնական) փոխարժեք *Debt (general government)*: Դա փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումներն են, որոնք կապված են հիմնական փոխարժեքի հետ: Այս փոխարժեքը կազմված է հիմնական փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումներից, որոնք կապված են հիմնական շուկաների հետ:

Բարձր փոխարժեքի անվտանգություն *Debt security*: Այն փողային և արժեթղթային գործիքներն են, որոնք կապված են անվտանգության հետ: Այս փոխարժեքը կազմված է անվտանգության փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումներից, որոնք կապված են անվտանգության շուկաների հետ:

Բարձր փոխարժեքի երկարաժամկետ փոխարժեք *Longer-term refinancing operation*: Դա փողային և արժեթղթային գործիքներն են, որոնք կապված են երկարաժամկետ փոխարժեքի հետ: Այս փոխարժեքը կազմված է երկարաժամկետ փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումներից, որոնք կապված են երկարաժամկետ շուկաների հետ:

Բարձր փոխարժեքի երկարաժամկետ փոխարժեք *MFI longer-term financial liabilities*: Այն փողային և արժեթղթային գործիքներն են, որոնք կապված են երկարաժամկետ փոխարժեքի հետ: Այս փոխարժեքը կազմված է երկարաժամկետ փողային և արժեթղթային գործիքների փոխանցումներից, որոնք կապված են երկարաժամկետ շուկաների հետ:

Եվրոյան տարածք *Euro area*: Այն երկրներն են, որոնք օգտագործում են Եվրոն որպես ազգային փող: Այս երկրներն են Եվրոյան տարածքի երկրները:

Եվրոյան տարածքի փողային համակարգ *Eurosystem*: Այն փողային և արժեթղթային գործիքներն են, որոնք կապված են Եվրոյան տարածքի փողային համակարգի հետ: Այս փողային և արժեթղթային գործիքներն են Եվրոյան տարածքի փողային համակարգի փողային և արժեթղթային գործիքները:

Եվրոյան օվերնայթ ԷՄԻԱ *EONIA (Euro OverNight Index Average)*: Դա փողային և արժեթղթային գործիքներն են, որոնք կապված են Եվրոյան օվերնայթ ԷՄԻԱ-ի հետ: Այս փողային և արժեթղթային գործիքներն են Եվրոյան օվերնայթ ԷՄԻԱ-ի փողային և արժեթղթային գործիքները:

Եվրոյան օվերնայթ ԷՄԻԱ *EURIBOR*: Այն փողային և արժեթղթային գործիքներն են, որոնք կապված են Եվրոյան օվերնայթ ԷՄԻԱ-ի հետ: Այս փողային և արժեթղթային գործիքներն են Եվրոյան օվերնայթ ԷՄԻԱ-ի փողային և արժեթղթային գործիքները:

↓ **վաճառքի ծախսի ցածրագույն արժեք** *Minimum bid rate*: հրավերների ցածրագույն արժեքը, որով վաճառքի ծախսի ցածրագույն արժեքը կհասնի իր արժեքին:

↓ **ընդհանուր ֆինանսավորման պահանջարկ** (հիմնականում «ընդհանուր ֆինանսավորման պահանջարկ») *Borrowing requirement (general government)*: ժողովրդագրական և տնտեսական փոփոխությունների պահանջարկ:

↓ **արտաքին ակտիվների մաքուր արժեք** *MFI net external assets*: արտաքին ակտիվների մաքուր արժեքը, որը հավասար է արտաքին ակտիվների արժեքին մինուս արտաքին պարտքի արժեքը:

↓ **հարկադրյալ արժեքի նվազեցում** *Write-down*: արժեքի նվազեցում, որը հարկադրյալ է իրականացվում արժեքի նվազեցումից հետո:

↓ **հիմնական ծախսի ցածրագույն արժեք** *Key ECB interest rates*: ծախսի ցածրագույն արժեքը, որը հիմնականում որոշվում է ԵԿԲ-ի կողմից:

↓ **հիմնական վերաֆինանսավորման գործընթաց** *Main refinancing operation*: ԵԿԲ-ի կողմից իրականացվող վերաֆինանսավորման գործընթաց, որը հիմնականում նպատակ ունի ֆինանսավորել արժեքի նվազեցումը:

↓ **արժեքի նվազեցում** *Write-off*: արժեքի նվազեցում, որը հարկադրյալ է իրականացվում արժեքի նվազեցումից հետո:

↓ **արժեքի նվազեցումից բխող ռիսկ** *Implied volatility*: արժեքի նվազեցումից բխող ռիսկ, որը հիմնականում որոշվում է ԵԿԲ-ի կողմից:

↓ **Արժեքի նվազեցումից բխող ռիսկի արժեք** (1 1 1) *Purchasing power parity (PPP)*: արժեքի նվազեցումից բխող ռիսկի արժեքը, որը հիմնականում որոշվում է ԵԿԲ-ի կողմից:

↓ **Արժեքի նվազեցումից բխող ռիսկի արժեք** (1 1 1) *Monetary financial institutions (MFIs)*: արժեքի նվազեցումից բխող ռիսկի արժեքը, որը հիմնականում որոշվում է ԵԿԲ-ի կողմից:

ազդեցությունները, և ԼՈՒՄ-ի փոփոխությունները (այսինքն՝ օգնականությունների փոփոխությունները) համախառն հսկողության ներքին փոփոխությունները համախառն հսկողության ներքին փոփոխությունները և արտաքին փոփոխությունները:

1 **ճեփայլի ծախսերը** *Balance of payments*: փոփոխությունների փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

1 **տեսչի շնորհիվ իրականացվող** *Portfolio investment*: ճեփայլի ծախսերի փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

1 **դիմացի և դիմացի փոփոխություն** *Marginal lending facility*: ճեփայլի ծախսերի փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

1 **դիմացի և դիմացի իրականացվող** *Direct investment*: ճեփայլի ծախսերի փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

1 **տեղական տնտեսական արտադրանքի** *Labour productivity*: ճեփայլի ծախսերի փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

1 **տեղական ծախսերի արտադրանքի** *Industrial production*: ճեփայլի ծախսերի փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

1 **տեղական ծախսերի արտադրանքի** *Bank lending survey*: ճեփայլի ծախսերի փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

1 **տեղական ծախսերի արտադրանքի** *European Commission surveys*: ճեփայլի ծախսերի փոփոխությունները և ներքին ծախսերի փոփոխությունները և արտաքին ծախսերի փոփոխությունները:

ISSN 1561-0136



9 771561 013006