



Οικονομική Επισκόπηση στη ΝΑ Ευρώπη

Νομισματική Πολιτική στη ΝΑΕ: Taylor Rules with a twist

Από το ξέσπασμα της μεγάλης χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008 και στη συνέχεια της κρίσης χρέους στην Ευρωζώνη οι κυβερνήσεις στις χώρες της ΝΑ Ευρώπης συνειδητοποίησαν ότι η επιτακτική ανάγκη της μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος στερούσε σε μεγάλο βαθμό τη δυνατότητα της τόνωσης της οικονομίας μέσω της αύξησης της δημόσιας δαπάνης και κατ' επέκταση της άσκησης της δημοσιονομικής πολιτικής. Όμως, η υποχώρηση των πληθωριστικών πιέσεων που προέκυψε ως απόρροια της υποχώρησης της εγχώριας και εξωτερικής οικονομικής δραστηριότητας έδωσε τη δυνατότητα στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής να χρησιμοποιηθεί ως σημαντικό εργαλείο για τη τόνωση της οικονομίας.

Στο παρόν Δελτίο διερευνούμε το κατά πόσο οι Κεντρικές Τράπεζες των χωρών της ΝΑ Ευρώπης ακολουθούν κάποιο κανόνα για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής και ποιες είναι οι μεταβλητές που επηρεάζουν την άσκησή της. Ως θεωρητικό υπόβαθρο χρησιμοποιούμε τον Κανόνα του Taylor, σύμφωνα με τον οποίον το πραγματικό επιτόκιο συνάδει με τη μακροπρόθεσμη δυνητική ανάπτυξη της οικονομίας υπό την προϋπόθεση της διατήρησης τόσο της οικονομικής δραστηριότητας όσο και των τιμών πλησίον της ισορροπίας τους. Πιο αναλυτικά, στην περίπτωση θετικής απόκλισης από την ισορροπία, η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να αυξήσει το παρεμβατικό επιτόκιο (δηλαδή στρέφεται προς την υιοθέτηση περιοριστικής νομισματικής πολιτικής) για την αποτροπή της «υπερθέρμανσης» της οικονομίας. Αντίθετα, στην περίπτωση αρνητικής απόκλισης από την ισορροπία, η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να μειώσει το παρεμβατικό επιτόκιο (δηλαδή στρέφεται προς την υιοθέτηση χαλαρής νομισματικής πολιτικής) για την αποτροπή της έντονης ύφεσης.

Η εμπειρική εργασία έχει καταδείξει ότι ο Κανόνας του Taylor μπορεί να ερμηνεύσει σε σημαντικό βαθμό τις αποφάσεις των Κεντρικών Τραπεζών των ανεπτυγμένων οικονομιών. Όμως, στην περίπτωση των αναδυόμενων – αναπτυσσόμενων οικονομιών, οι Κεντρικές Τράπεζες πρέπει να λάβουν σοβαρά υπόψη μεγαλύτερο σύνολο μεταβλητών (σε σχέση με το κλασικό δίπολο του πληθωρισμού και της ανάπτυξης) για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με τα ευρήματα της διερεύνησής μας οι Κεντρικές Τράπεζες της Ρουμανίας, της Σερβίας και της Ουκρανίας λαμβάνουν υπόψη μεταβλητές που αντιπροσωπεύουν την σταθερότητα του νομίσματος, της αβεβαιότητας που επικρατεί και της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ. Τα υποδείγματα στα οποία καταλήξαμε συμφωνούν σε ικανοποιητικό βαθμό με τη νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι συγκεκριμένες Κεντρικές Τράπεζες. Το βασικό συμπέρασμα που προκύπτει είναι ότι οι μειώσεις του παρεμβατικού επιτοκίου εξαρτώνται από την περαιτέρω υποχώρηση του πληθωρισμού και την περαιτέρω ενίσχυση του νομίσματος.

Ηλίας Λεκκός,
Group Chief Economist

Το σύνολο του περιεχομένου του παρόντος, συμπεριλαμβανομένων κάθε είδους αρχείων, αποτελεί αντικείμενο πνευματικής ιδιοκτησίας και προστατεύεται από ελληνικές & διεθνείς διατάξεις. Συνεπώς, απαγορεύεται ρητά η αναπαραγωγή, αναδημοσίευση, αντιγραφή, αποθήκευση, πώληση, μετάδοση, διανομή, έκδοση ή μετάφραση του παρόντος, τμηματικά, περιληπτικά ή συνολικά, χωρίς τη ρητή προηγούμενη έγγραφη συναίνεση της δικαιούχου Τράπεζας Πειραιώς Α.Ε.. Από την παραπάνω απαγόρευση εξαιρείται η αποθήκευση ή αντιγραφή τμημάτων του παρόντος σε απλό προσωπικό υπολογιστή για αυστηρά προσωπική χρήση, χωρίς πρόθεση εμπορικής ή άλλης εκμετάλλευσης και χωρίς αυτό να σημαίνει τη με οποιονδήποτε τρόπο παραχώρηση δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας.

Νοέμβριος 2013

Τράπεζα Πειραιώς

**Μονάδα Οικονομικής Ανάλυσης
και Αγορών**

researchdivision@piraeusbank.gr
Bloomberg: <PBGR>

Ηλίας Λεκκός
LekkosI@piraeusbank.gr

Δημητρία Ρότσια
RotsikaD@piraeusbank.gr

Διονύσης Πολυχρονόπουλος
PolychronopoulosD@piraeusbank.gr

Κωνσταντίνα Μαργαρίτη
MargaritiK@piraeusbank.gr

Τράπεζα Πειραιώς
Αμερικής 4, 105 64, Αθήνα

Τηλ: (+30) 210 328 8187
Φάξ: (+30) 210 328 8605

1. Νομισματική Πολιτική

Η νομισματική πολιτική αποτελεί ένα από τα πιο σημαντικά εργαλεία άσκησης της οικονομικής πολιτικής. Ο κανόνας του Taylor ερμηνεύει σε σημαντικό βαθμό το πώς οι Κεντρικές Τράπεζες αποφασίζουν να διαμορφώσουν την πολιτική τους (το ύψος του παρεμβατικού επιτοκίου), λαμβάνοντας ως καθοριστικούς παράγοντες τον το μέγεθος του πληθωρισμού και το σημείο του οικονομικού κύκλου στο οποίο αντιστοιχεί η οικονομική δραστηριότητα:

$$i_t = r^* + \pi_t + a(\pi_t - \pi_t^*) + bY_t$$

όπου: i_t είναι το ονομαστικό παρεμβατικό επιτόκιο,

r^* είναι το πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας,

π_t είναι ο πληθωρισμός ή οι προσδοκίες για τον πληθωρισμό,

π_t^* είναι ο στόχος που έχει θέσει η Κεντρική Τράπεζα για τον πληθωρισμό,

Y_t είναι το κενό παραγωγής, δηλαδή η διαφορά μεταξύ του πραγματικού και του δυνητικού ΑΕΠ

Το πρόσημο του συντελεστή a είναι θετικός, διότι όταν ο πληθωρισμός υπερβαίνει τον επιθυμητό στόχο τότε η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να καθιστά την νομισματική πολιτική περιοριστική (δηλαδή να αυξάνει το παρεμβατικό επιτόκιο) ώστε να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις. Επίσης, ο συντελεστής b είναι θετικός, διότι όταν η οικονομία λειτουργεί υπό συνθήκες έντονα θετικού κενού παραγωγής (δηλαδή το πραγματικό ΑΕΠ υπερβαίνει σημαντικά το δυνητικό ΑΕΠ) τότε η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να αυξήσει το παρεμβατικό επιτόκιο ώστε να αποτρέψει έντονες πληθωριστικές πιέσεις. Επιπλέον, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες αποτελούν έναν άλλον παράγοντα που επηρεάζει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Ειδικότερα, όταν οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες είναι πιεσμένες – σφιχτές και κατά συνέπεια η χρηματοδότηση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων από τα τραπεζικά ιδρύματα είναι περιορισμένη, τότε η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να υιοθετήσει πιο χαλαρή νομισματική πολιτική (δηλαδή να μειώσει το παρεμβατικό επιτόκιο ή να μειώσει το ποσοστό της υποχρεωτικής διακράτησης ρευστού αποθεματικού ή ακόμη και να προβεί σε ενέργειες ποσοτικής διευκόλυνσης).

Όμως, στο πλαίσιο των αναδυόμενων οικονομιών, η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να λαμβάνει υπόψη και άλλες παραμέτρους (παράλληλα με τον πληθωρισμό, το κενό παραγωγής και τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες) για την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Η σταθερότητα του νομίσματος αποτελεί τον κυριότερο παράγοντα. Όταν το νόμισμα αποδυναμώνεται έναντι του «καλαθιού» των νομισμάτων των βασικών εμπορικών εταίρων ή έναντι ενός μεμονωμένου κύριου νομίσματος (ευρώ ή δολάριο), τότε η Κεντρική Τράπεζα πρέπει να αυξήσει το παρεμβατικό επιτόκιο ώστε να στηρίζει το νόμισμά της για να περιοριστεί ο «εισαγόμενος» πληθωρισμός. Επιπλέον, η Κεντρική Τράπεζα μιας αναδυόμενης οικονομίας για να ενεργήσει πιο προληπτικά παρακολουθεί τις κινήσεις των μεγάλων Κεντρικών Τραπεζών (αμερικανική Fed και EKT) ή/και των άλλων σημαντικών εμπορικών εταίρων της.

Η αβεβαιότητα που επικρατεί στους επενδυτές (που αντανακλάται στους δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας VIX και VDAX) αποτελεί έναν άλλο παράγοντα που οι Κεντρικές Τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών πρέπει να συνυπολογίσουν. Όταν

επικρατεί υψηλό επίπεδο αβεβαιότητας (οι δείκτες VIX και VDAX διαμορφώνονται σε υψηλό επίπεδο), τότε προκαλείται σημαντική φυγή κεφαλαίων από τις αναδυόμενες οικονομίες (προς πιο ασφαλείς προορισμούς) και κατ' επέκταση αποδυνάμωση του νομίσματος και αύξηση του κόστους δανεισμού – εξυπηρέτησης του χρέους. Ειδικότερα, οι τιμές των CDS (ασφάλιστρα πιστωτικού κινδύνου) των ίδιων των αναδυόμενων οικονομιών αντανακλούν την αβεβαιότητα που επικρατεί στο εγχώριο οικονομικό περιβάλλον, και κατά συνέπεια πρέπει να συνυπολογίζονται στην άσκηση της νομισματικής πολιτικής από τις Κεντρικές Τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών.

Ρουμανία

Καταλήξαμε στο ακόλουθο υπόδειγμα για την Κεντρική Τράπεζα της Ρουμανίας:

$$i_t = \alpha + \beta \cdot \Delta \pi_t + \gamma \cdot y_t + \delta \cdot \text{def}_t + \zeta \cdot \text{er}_t + \eta \cdot \text{VDAX}_t$$

όπου: i_t είναι το ονομαστικό παρεμβατικό επιτόκιο,

$\Delta \pi_t$ είναι η διαφορά μεταξύ του πληθωρισμού και του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας

y_t είναι το κενό παραγωγής μετρημένο σε όρους βιομηχανικής παραγωγής

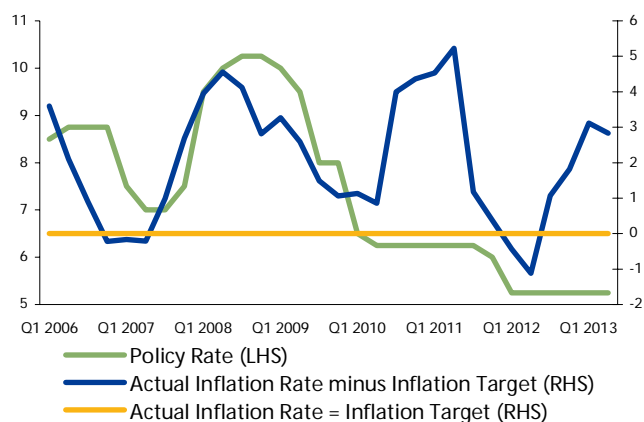
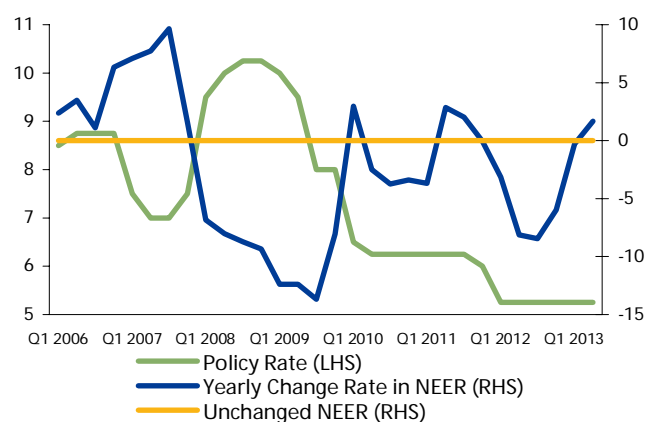
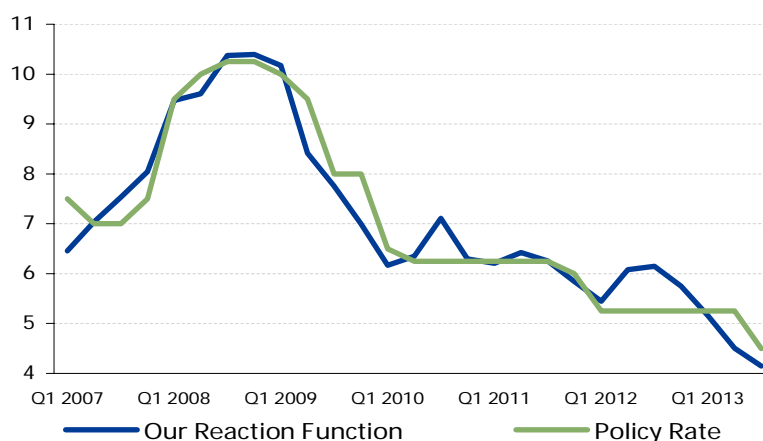
def_t είναι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ρουμανικού νομίσματος (RON)

er_t είναι το παρεμβατικό επιτόκιο της ΕΚΤ

VDAX_t είναι ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας του γερμανικού χρηματιστηρίου

Σύμφωνα με τους συντελεστές του συγκεκριμένου υποδείγματος, για απόκλιση 1% μεταξύ του πληθωρισμού και του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας απαιτείται αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου κατά 0,27%. Όταν το κενό παραγωγής είναι αρνητικό κατά 1%, τότε απαιτείται αύξηση του επιτοκίου κατά 0,15%. Όταν το RON ενισχυθεί (διολισθήσει) κατά 1% απαιτείται μείωση (αύξηση) του παρεμβατικού επιτοκίου κατά 0,11%. Η αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου της ΕΚΤ κατά 1% πρέπει να συνοδευτεί από αύξηση κατά 1,17% του παρεμβατικού επιτοκίου, ενώ η άνοδος κατά 1% του δείκτη VDAX από αύξηση κατά 0,03%.

Παρότι το αρνητικό πρόσημο στο συντελεστή γ αντιτίθεται επιφανειακά στην οικονομική θεωρία, εμπειρικά έχει παρατηρηθεί συχνά, σύμφωνα με τη βιβλιογραφία που μελετά την άσκηση της νομισματικής πολιτικής στις αναδυόμενες οικονομίες, διότι η Κεντρική Τράπεζα προσδίδει πολύ μεγαλύτερη βαρύτητα στην αντιμετώπιση του υψηλού πληθωρισμού και της έντονης διολίσθησης του νομίσματος έναντι του κενού παραγωγής. Συνεπώς, περίοδοι ύφεσης που χαρακτηρίζονται από έντονη αβεβαιότητα και κατά συνέπεια από σημαντική διολίσθηση του νομίσματος (που συνεπάγεται υψηλό πληθωρισμό) αντιμετωπίζονται με αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου.

Ρουμανία
1. Παρεμβατικό Επιτόκιο & Απόκλιση Πληθωρισμού

2. Παρεμβατικό Επιτόκιο & Σταθερότητα του RON

3: Παρεμβατικό Επιτόκιο & Δική μας Εκτίμηση


Source: Piraeus Bank Research

Από τα παραπάνω διαγράμματα συμπεραίνουμε ότι το υπόδειγμά μας ερμηνεύει ικανοποιητικά τη νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Ρουμανίας. Κατά την περίοδο που το RON υπέστη σημαντική διολίσθηση η Κεντρική Τράπεζα υιοθέτησε περιοριστική νομισματική πολιτική (αύξησε το παρεμβατικό επιτόκιο), στοχεύοντας τη στήριξη του RON και τον περιορισμό των επικείμενων ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων. Όταν σταθεροποιήθηκε το RON η Κεντρική Τράπεζα εστράφη σε χαλαρή νομισματική πολιτική (μείωσε το παρεμβατικό επιτόκιο), ώστε να δώσει κάποια έμφαση στην αντιμετώπιση του αρνητικού κενού παραγωγής. Το υπόδειγμά μας καταδεικνύει ότι η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να ήταν πιο περιοριστική κατά τη διάρκεια του 2012 που το RON υπέστη ξανά σημαντική διολίσθηση. Από τα μέσα του 2013 και ύστερα η Κεντρική Τράπεζα έχει υιοθετήσει περαιτέρω χαλαρή νομισματική πολιτική, καθώς το RON έχει εμφανίσει σταθερότητα και ο πληθωρισμός έχει υποχωρήσει σημαντικά.

Σερβία

Καταλήξαμε στο ακόλουθο υπόδειγμα για την Κεντρική Τράπεζα της Σερβίας:

$$i_t = \alpha + \beta^* \Delta \pi_t + \gamma^* y_t + \delta^* \text{der}_t$$

όπου: i_t είναι το ονομαστικό παρεμβατικό επιτόκιο,

$\Delta\pi_t$ είναι η διαφορά μεταξύ του πληθωρισμού και του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας

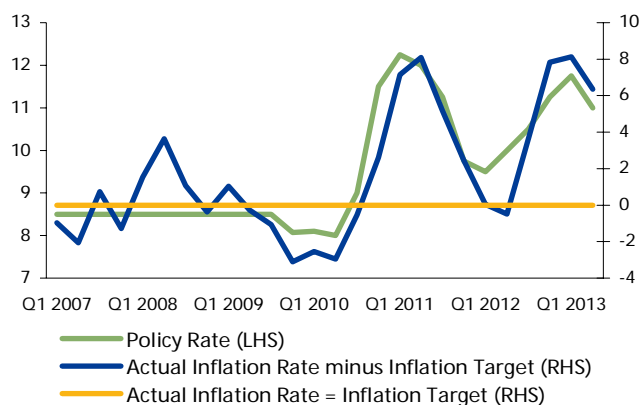
y_t είναι το κενό παραγωγής μετρημένο σε όρους βιομηχανικής παραγωγής

ΔeR_t είναι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ρουμανικού νομίσματος (RSD)

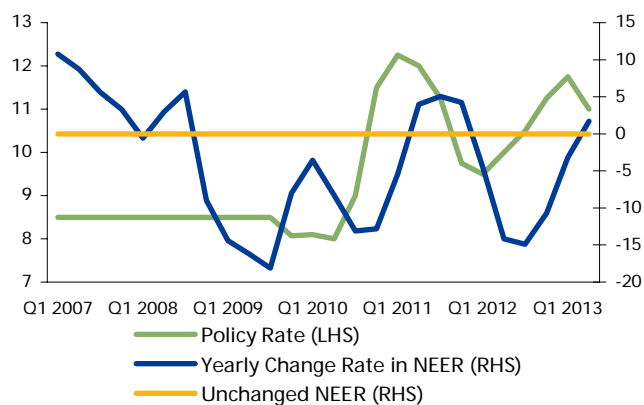
Σύμφωνα με τους συντελεστές του συγκεκριμένου υποδείγματος, για απόκλιση 1% μεταξύ του πληθωρισμού και του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας απαιτείται αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου κατά 0,35%. Όταν το κενό παραγωγής είναι αρνητικό κατά 1%, τότε απαιτείται μείωση του επιτοκίου κατά 0,05%. Όταν το RON ενισχυθεί (διολισθηθεί) κατά 1% απαιτείται μείωση (αύξηση) του παρεμβατικού επιτοκίου κατά 0,05%.

Σερβία

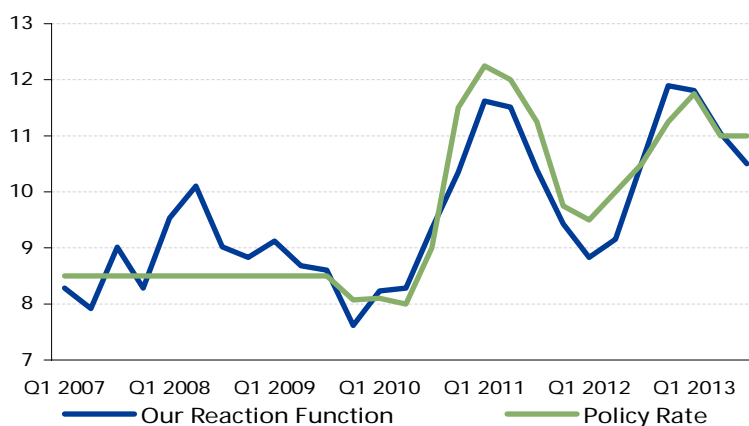
1. Παρεμβατικό Επιτόκιο & Απόκλιση Πληθωρισμού



2. Παρεμβατικό Επιτόκιο & Σταθερότητα του RON



3: Παρεμβατικό Επιτόκιο & Δική μας Εκτίμηση



Source: Piraeus Bank Research

Από τα παραπάνω διαγράμματα συμπεραίνουμε ότι το υπόδειγμά μας ερμηνεύει ικανοποιητικά τη νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Σερβίας. Κατά την περίοδο που χαρακτηρίστηκε από πολύ υψηλό πληθωρισμό και σημαντική διολίσθηση του RSD, η Κεντρική Τράπεζα υιοθέτησε έντονη περιοριστική νομισματική πολιτική (αύξησε σημαντικά το παρεμβατικό επιτόκιο), στοχεύοντας τη στήριξη του RON και τη συγκράτηση των ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων. Όταν σταθεροποιήθηκε το RSD και μειώθηκαν οι πληθωριστικές πιέσεις η Κεντρική Τράπεζα εστράφη σε χαλαρή νομισματική πολιτική (μείωσε το παρεμβατικό επιτόκιο), ώστε να δώσει κάποια έμφαση στην αντιμετώπιση του αρνητικού κενού

παραγωγής. Το υπόδειγμά μας καταδεικνύει ότι η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να ήταν λιγότερο περιοριστική κατά τη διάρκεια 2010 – 2011. Από τα μέσα του 2013 και ύστερα η Κεντρική Τράπεζα έχει υιοθετήσει περαιτέρω χαλαρή νομισματική πολιτική, καθώς το RON έχει εμφανίσει σταθερότητα και ο πληθωρισμός έχει μειωθεί.

Ουκρανία

Καταλήξαμε στο ακόλουθο υπόδειγμα για την Κεντρική Τράπεζα της Ουκρανίας:

$$i_t = \alpha + \beta \cdot \pi_t + \gamma \cdot y_t + \delta \cdot \text{def}_t + \zeta \cdot \text{VIX}_t$$

όπου: i_t είναι το ονομαστικό παρεμβατικό επιτόκιο,

π_t είναι η διαφορά μεταξύ του πληθωρισμού και του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας

y_t είναι το κενό παραγωγής μετρημένο σε όρους βιομηχανικής παραγωγής

def_t είναι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της ονομαστικής συναλλαγματικής ισοτιμίας του ρουμανικού νομίσματος (UAH)

VIX_t είναι ο δείκτης τεκμαρτής μεταβλητότητας του αμερικανικού χρηματιστηρίου

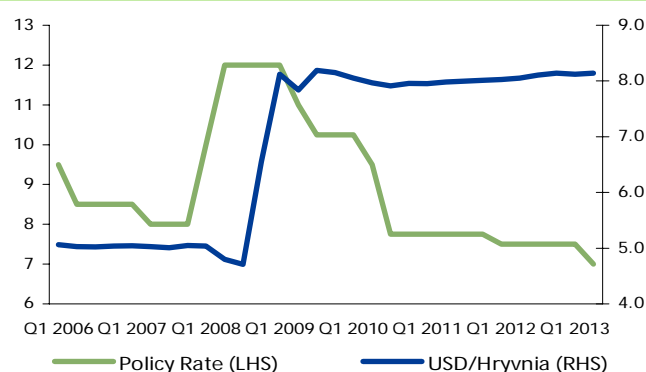
Σύμφωνα με τους συντελεστές του συγκεκριμένου υποδείγματος, για απόκλιση 1% μεταξύ του πληθωρισμού και του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας απαιτείται αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου κατά 0,17%. Όταν το κενό παραγωγής είναι αρνητικό κατά 1%, τότε απαιτείται αύξηση του επιτοκίου κατά 0,09%. Όταν το UAH ενισχυθεί (διολισθήσει) κατά 1% απαιτείται μείωση (αύξηση) του παρεμβατικού επιτοκίου κατά 0,03%. Η άνοδος κατά 1% του δείκτη VIX πρέπει να συνοδευτεί από αύξηση κατά 0,03%.

Ουκρανία

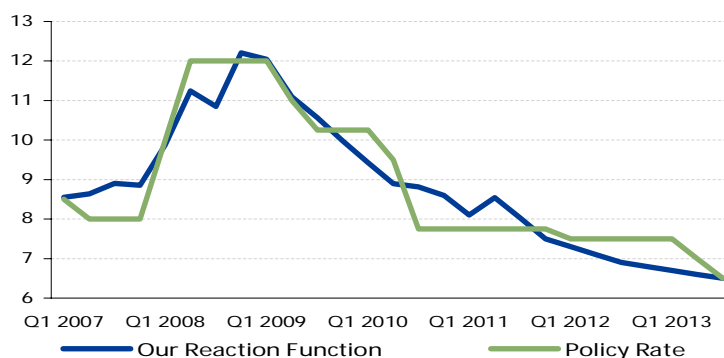
1. Παρεμβατικό Επιτόκιο & Πληθωρισμός



2. Παρεμβατικό Επιτόκιο & Συναλλαγματική Ισοτιμία USD/UAH



3: Παρεμβατικό Επιτόκιο & Δική μας Εκτίμηση



Source: Piraeus Bank Research

Από τα παραπάνω διαγράμματα συμπεραίνουμε ότι το υπόδειγμά μας ερμηνεύει ικανοποιητικά τη νομισματική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Ουκρανίας. Πρέπει να σημειωθεί ότι στην περίπτωση της Ουκρανίας το κέντρο βάρους επικεντρώνεται στην ισοτιμία του ουκρανικού νομίσματος έναντι του δολαρίου και στις διεθνείς τιμές των μετάλλων και άλλων εμπορευμάτων καθώς η οικονομία στηρίζεται σε σημαντικό βαθμό σε τέτοιου είδους εξαγωγές. Κατά την περίοδο που ξέσπασε η μεγάλη κρίση του 2008 το UAH υπέστη μεγάλη υποτίμηση (από 1\$=5 UAH σε 1\$=8 UAH) σε σχετικά πολύ σύντομο χρονικό διάστημα (από τη χρεοκοπία της Lehman Brothers έως τα μέσα του α' τριμήνου του 2009) προκαλώντας μεγάλη ενίσχυση του πληθωρισμού.

Συνεπώς, η Κεντρική Τράπεζα αναγκάστηκε να υιοθετήσει περιοριστική νομισματική πολιτική (αύξησε το παρεμβατικό επιτόκιο), στοχεύοντας στη σταθεροποίηση του UAH και τον περιορισμό των ισχυρών πληθωριστικών πιέσεων. Όταν αποκαταστάθηκε η σταθεροποίηση του UAH και ο πληθωρισμός υποχώρησε η Κεντρική Τράπεζα εστράφη σε χαλαρή νομισματική πολιτική (μείωσε το παρεμβατικό επιτόκιο), ώστε να δώσει κάποια έμφαση στην αντιμετώπιση του αρνητικού κενού παραγωγής. Το υπόδειγμά μας καταδεικνύει ότι από τα μέσα του 2012 και ύστερα η νομισματική πολιτική θα μπορούσε να ήταν περαιτέρω χαλαρή, λόγω της υποχώρησης του πληθωρισμού σε πρωτόγνωρα (για την Ουκρανία) χαμηλό επίπεδο. Από τα μέσα του 2013 και ύστερα η Κεντρική Τράπεζα έχει υιοθετήσει περαιτέρω χαλαρή νομισματική πολιτική, ανταποκρινόμενη στο πρωτόγνωρα χαμηλό επίπεδο του πληθωρισμού.

2. Τρέχουσα Συγκυρία

ΑΛΒΑΝΙΑ

Η οικονομική δραστηριότητα επιβραδύνθηκε το δεύτερο τρίμηνο του 2013 καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε στο 1,1% ετησίως από 1,8% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, ενώ η αύξηση της παραγωγής στη βιομηχανία και τις κατασκευές ήταν οι βασική άξονες της ανάπτυξης. Οι πληθωριστικές πιέσεις υποχώρησαν στο 1,7% το Σεπτέμβριο από 2,6% τον ίδιο μήνα πέρυσι εξαιτίας της αντίστοιχης επιβράδυνσης των τιμών των τροφίμων. Επιπλέον, η Κεντρική Τράπεζα της Αλβανίας (ΚΤΑ) μείωσε τον Ιούλιο το παρεμβατικό επιτόκιο στο ιστορικά χαμηλό επίπεδο του 3,5%. Ο δημοσιονομικός τομέας παραμένει σε ευάλωτη κατάσταση, κυρίως μετά τις εκλογές του Ιουνίου και πριν το σχηματισμό της νέας κυβέρνησης. Συγκεκριμένα, το πρώτο εννεάμηνο του έτους το δημοσιονομικό έλλειμμα διευρύνθηκε σημαντικά λόγω της αύξησης των δημοσίων δαπανών και της μείωσης των εσόδων. Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών μειώθηκε το πρώτο εξάμηνο του έτους εξαιτίας της βελτίωσης του εμπορικού ελλείμματος, εντούτοις η χρηματοδότηση του παραμένει δύσκολη καθώς έχουν μειωθεί τα εμβάσματα από την Ιταλία και την Ελλάδα. Τέλος, στον τραπεζικό τομέα, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, με επαρκή ρευστότητα, ωστόσο τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια αυξάνονται σε ανησυχητικά επίπεδα.

ΒΟΥΛΓΑΡΙΑ

Η οικονομική δραστηριότητα, το δεύτερο τρίμηνο του 2013, παραμένει αποδυναμωμένη καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε μόλις στο 0,2% ετησίως από 0,8% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι εξαιτίας της σημαντικής επιβράδυνσης της εγχώριας κατανάλωσης. Ωστόσο, η αύξηση των καθαρών εξαγωγών και των ακαθάριστων επενδύσεων παγίου κεφαλαίου είναι οι βασικοί

άξονες ανάπτυξης. Η αποδυναμωμένη εγχώρια ζήτηση το 2013 περιόρισε τις αυξημένες τιμές καθώς τα πιο πρόσφατα στοιχεία υποδεικνύουν αποπληθωρισμό. Στο δημοσιονομικό τομέα, το έλλειμμα παραμένει σε διαχειρίσιμα επίπεδα εξαιτίας της δημοσιονομικής εξυγίανσης των προηγούμενων ετών. Συγκεκριμένα, το πρώτο εννεάμηνο τους έτους το δημοσιονομικό έλλειμμα ανήλθε στο 0,5% του προβλεπόμενου ετήσιου ΑΕΠ κυρίως λόγω της αύξησης των δημοσίων δαπανών. Τα δημοσιονομικά αποθεματικά βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα από κατώτερο όριο που θέτει το Υπουργείο Οικονομικών. Στον εξωτερικό τομέα, παρατηρούμε διόρθωση των ανισορροπιών εξαιτίας της περιορισμένης ζήτησης για εισαγόμενα αγαθά και υπηρεσίες και της αύξησης των εξαγωγών. Συγκεκριμένα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών ανήλθε πλεονασματικό το πρώτο οκτάμηνο του έτους από έλλειμμα την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι καθώς το εμπορικό έλλειμμα περιορίστηκε. Τέλος, ο τραπεζικός τομέας χαρακτηρίζεται από επαρκή ρευστότητα και κεφαλαιακή επάρκεια, ενώ σημειώνεται και οριακή βελτίωση των μη εξυπηρετούμενων δανείων.

ΚΥΠΡΟΣ

Στην έκθεση της Ευρωπαϊκής Επιτροπής για την πρώτη ανασκόπηση του προγράμματος της χώρας τονίζεται ότι οι βασικές μακροοικονομικές προβλέψεις του προγράμματος στην Κύπρο παρέμειναν αμετάβλητες σε σχέση με τις αρχικές εκτιμήσεις του Απριλίου, εντούτοις αναθεωρήθηκε προς τα πάνω το ποσοστό ανεργίας το τρέχον έτος. Επιπλέον, το ΔΝΤ ολοκλήρωσε το Σεπτέμβριο την πρώτη ανασκόπηση του οικονομικού προγράμματος της Κύπρου εκταμιεύοντας EUR 84,7εκ. και τροποποιώντας τα κριτήρια απόδοσης των δημοσιονομικών στόχων του Σεπτεμβρίου. Η οικονομική δραστηριότητα, το δεύτερο τρίμηνο του 2013, συρρικνώθηκε σημαντικά εξαιτίας των περιοριστικών μέτρων στις τραπεζικές συναλλαγές, της δημοσιονομικής εξυγίανσης, του «κουρέματος» των μη εγγυημένων καταθέσεων καθώς και της αυξημένης αβεβαιότητας. Συγκεκριμένα, το πραγματικό ΑΕΠ το δεύτερο τρίμηνο υποχώρησε στο 5,8% ετησίως από 2,5% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, ενώ θετική ένδειξη αποτελεί η ανάκαμψη του τουρισμού το Σεπτέμβριο μετά από δέκα συνεχείς μήνες συρρίκνωσης, Όσον αφορά τις τιμές, η χώρα είναι εγκλωβισμένη σε ένα «κύκλο» αποπληθωρισμού καθώς η ύφεση επιτείνεται. Επιπλέον, το δημοσιονομικό έλλειμμα ως τους πρώτους εννέα μήνες του έτους μειώθηκε σε σύγκριση με την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι εξαιτίας του περιορισμού των δημοσίων δαπανών. Όσον αφορά τον εξωτερικό τομέα, το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών το πρώτο εξάμηνο του 2013 βελτιώθηκε σημαντικά στο 0,9% του ΑΕΠ από 3,7% το πρώτο εξάμηνο του 2012 καθώς το εμπορικό έλλειμμα μειώθηκε.

ΡΟΥΜΑΝΙΑ

Η οικονομική δραστηριότητα, το δεύτερο τρίμηνο του 2013, συνέχισε να βελτιώνεται, αλλά με μικρότερο ρυθμό, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,4% ετησίως από 1,9%, ενώ η αύξηση των εξαγωγών ήταν ο κύριος παράγοντας ανάπτυξης. Οι πληθωριστικές πιέσεις περιορίστηκαν εξαιτίας της χαμηλής εγχώριας και εξωτερικής ζήτησης καθώς και της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής, ενώ η Κεντρική Τράπεζα της Ρουμανίας (ΚΤΡ) μείωσε το παρεμβατικό της επιτόκιο κατά 100 μονάδες βάσης στο 4,0% από την αρχή του έτους. Το δημοσιονομικό έλλειμμα παραμένει σε χαμηλά επίπεδα καθώς πρώτο εννεάμηνο του 2013 ανήλθε στο 1,3% του προβλεπόμενου ετήσιου ΑΕΠ, έναντι 1,2% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι, κυρίως λόγω της μείωσης των εσόδων του προϋπολογισμού. Επίσης, θετικό βήμα, αποτελεί η έγκριση της νέας συμφωνίας Stand-By

Arrangement το Σεπτέμβριο από το ΔΝΤ συνολικού ποσού EUR 2,0 δισ.. και EUR 2,0 δισ. από την Ε.Ε. Στον εξωτερικό τομέα, η διόρθωση των ανισορροπιών συνεχίζεται καθώς το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σημαντικά το πρώτο οκτάμηνο στο 0,1% του ΑΕΠ από 3,1% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι λόγω του περιορισμού του ελλείμματος του εμπορικού ισοζυγίου. Τέλος, στον τραπεζικό τομέα τα επίπεδα ρευστότητας βελτιώνονται και ο δείκτης μη εξυπηρετούμενων δανείων είναι αυξημένος σε σύγκριση με την ίδια περίοδο πέρυσι.

ΣΕΡΒΙΑ

Βασικοί άξονες της ανάπτυξης το τρέχον έτος είναι οι επενδύσεις και οι εξαγωγές, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ το τρίτο τρίμηνο του έτους αυξήθηκε στο 3,2% ετησίως από συρρίκνωση 2,1% το αντίστοιχο τρίμηνο πέρυσι εξαιτίας της ανάκαμψης της γεωργικής παραγωγής αλλά και της παραγωγής του εργοστασίου της Fiat. Οι πληθωριστικές πιέσεις περιορίστηκαν το 2013 καθώς ο πληθωρισμός είναι εντός του επιτρεπόμενου ορίου διακύμανσης της Κεντρικής Τράπεζας της Σερβίας (ΚΤΣ). Επίσης, η ΚΤΣ μείωσε το παρεμβατικό της επιτόκιο κατά 75 μονάδες βάσης στο 10,5% από την αρχή του έτους. Το δημοσιονομικό έλλειμμα βελτιώθηκε τους πρώτους εννέα μήνες του έτους στο 4,0% του προβλεπόμενου ετήσιου ΑΕΠ από 4,3% την αντίστοιχη περίοδο πέρυσι. Στον εξωτερικό τομέα, η αύξηση των εξαγωγών κυρίως από την αυτοκινητοβιομηχανία Fiat εντός του έτους οδήγησε σε σημαντική βελτίωση του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Το έλλειμμα τρεχουσών συναλλαγών βελτιώθηκε σημαντικά το πρώτο οκτάμηνο του έτους στο 2,8% του ΑΕΠ από 7,3% την ίδια περίοδο πέρυσι λόγω της βελτίωσης του εμπορικού ελλείμματος. Τέλος, ο τραπεζικός τομέας χαρακτηρίζεται από ικανοποιητική κεφαλαιακή επάρκεια και επαρκή ρευστότητα.

Πίνακας Προβλέψεων								
	Πραγματικό ΑΕΠ (% YoY)		Πληθωρισμός		Δημοσιονομικό Ισοζύγιο (% ΑΕΠ)		Ισοζύγιο Τρεχουσών Συναλλαγών (% ΑΕΠ)	
	2012	2013f	2012	2013f	2012	2013f	2012	2013f
Αλβανία	1.5	2.0	2.0	3.5	-3.4	-3.5	-10.5	-11.5
Βουλγαρία	0.8	1.1	3.0	3.3	-0.5	-1.9	-1.3	-2.0
Κύπρος	-2.4	-15.0	2.4	0.5	-4.9	-	-6.8	3.0
Ρουμανία	0.8	1.1	3.3	4.5	-2.5	-2.9	-4.3	-4.4
Σερβία	-1.8	1.1	7.3	10.3	-5.7	-4.9	-10.6	-10.5

Disclaimer: Το παρόν ενημερωτικό σημείωμα συνιστά διαφημιστική ανακοίνωση ενημερωτικού περιεχομένου και δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση επενδυτική συμβουλή ούτε υποκίνηση ή προσφορά για συμμετοχή σε οποιαδήποτε συναλλαγή. Καμία πληροφορία που εμπεριέχεται σε αυτό, δεν θα πρέπει να εκληφθεί, σε καμία περίπτωση, ως κατάλληλη επένδυση για τον παραλήπτη, ούτε μέσο επίτευξης των συγκεκριμένων επενδυτικών στόχων ή κάλυψης οποιωνδήποτε άλλων αναγκών του παραλήπτη, ούτε υποκατάστατο τυχόν συμβατικών κειμένων που αφορούν τις περιγραφόμενες σε αυτό συναλλαγές. Για τους λόγους αυτούς, κάθε επενδυτής θα πρέπει να προβεί στη δική του αξιολόγηση οποιασδήποτε πληροφορίας παρέχεται στην παρούσα επικοινωνία και δεν θα πρέπει να βασίζεται σε οποιαδήποτε τέτοια πληροφορία ως εάν αυτή αποτελούσε επενδυτική συμβουλή. Το παρόν δε συνιστά, επίσης, έρευνα στον τομέα των επενδύσεων και, συνεπώς, δεν καταρτίστηκε από την Τράπεζα Πειραιώς σύμφωνα με τις απαιτήσεις του νόμου που αποσκοπούν στη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων. Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που διατίθενται στο κοινό και που θεωρούνται αξιόπιστες. Η Τράπεζα δεν φέρει καμία ευθύνη ως προς την ακρίβεια ή πληρότητα των πληροφοριών αυτών. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία και υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλαμβάνει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα που δεν ανήκουν στον όμιλο της. Η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες, και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Ο όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία, και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα και οι εταιρείες του ομίλου της μεταξύ άλλων: α) Δεν υπόκειται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά τη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος φυλλαδίου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή. β) Ενδέχεται να παρέχει έναντι αμοιβής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους παρέχονται με το παρόν πληροφορίες, υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής. γ) Ενδέχεται να συμμετέχει στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να έλκει άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς. δ) Ενδέχεται να παρέχει υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους αναφερόμενους στο παρόν εκδότες. ε) Η Τράπεζα Πειραιώς ενδεχομένως να έχει εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν σημείωμα. Ρητά επισημαίνεται ότι: α) τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων. β) τα αριθμητικά στοιχεία αφορούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων και ότι οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων. γ) οι προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων. δ) η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα έκαστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς τη φορολογική νομοθεσία που τον διέπει. ε) Η Τράπεζα Πειραιώς δεν υποχρεούται να ενημερώνει ή να κρατά επίκαιρες τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν