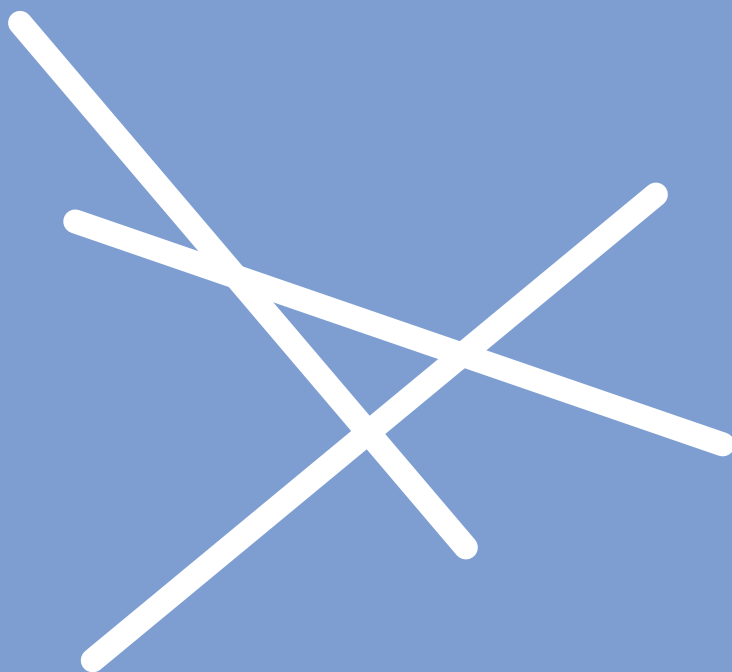


1^ο ΤΡΙΜΗΝΟ 2018



Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	8
2.1 ΗΠΑ	8
2.2 Ευρωζώνη	10
2.3 Ηνωμένο Βασίλειο	12
2.4 Ιαπωνία	13
2.5 Κίνα	13
2.6 Βραζιλία - Ρωσία - Ινδία	14
3. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	16
4. ΜΕΤΟΧΕΣ	18
4.1 Μετοχικές αγορές	18
4.2 ΗΠΑ	19
4.3 Ευρωζώνη	22
4.4 Ιαπωνία	24
4.5 Αναδυόμενες αγορές	24
4.6 Κίνα	25
5. ΟΜΟΛΟΓΑ	26
5.1 ΗΠΑ	26
5.2 Ευρωζώνη	28
5.3 Κρατικά ομόλογα αναδυομένων αγορών	30
5.4 Εταιρικά ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης	31
5.5 Εταιρικά ομόλογα μη επενδυτικής αξιολόγησης	32
6. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ	34
6.1 Δολάριο ΗΠΑ	34
6.2 EURUSD	35
6.3 USDJPY	36
6.4 EURGBP	37
7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	39
7.1 Πετρέλαιο	40
7.2 Χρυσός	40
8. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	42
9. ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	44



ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές με επίκεντρο τις ΗΠΑ λόγω αποτιμήσεων και υποβαθμίζουμε την Ιαπωνία σε ουδέτερη.

Στα κρατικά ομόλογα διατηρούμε τη θέση μας ως είχε στην προηγούμενη Επενδυτική Στρατηγική. Τα εταιρικά ομόλογα υποβαθμίζονται όλα κατά μία θέση, με εξαίρεση τα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων ΗΠΑ, τα οποία όμως παραμένουν υποεπενδεδυμένα.

Αναβαθμίζουμε περαιτέρω τα εμπορεύματα, διατηρούμε το πετρέλαιο σε υπερ-επενδεδυμένη θέση και τον χρυσό σε ουδέτερη.

Τέλος, διατηρούμε την αυξημένη θέση στα μετρητά.

	UW		Neutral		OW
Μετοχές					
ΗΠΑ					
Ευρωζώνη					
Ιαπωνία					
Αναδ. Αγορές					
Κρατικά Ομόλογα					
Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ					
Κρατικά Ομόλογα Γερμανίας					
Κρατικά Ομόλογα Αναδ. Αγορών					
Εταιρικά Ομόλογα					
Εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης ΗΠΑ					
Εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης Ευρώπη					
Εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων ΗΠΑ					
Εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων Ευρώπη					
Εμπορεύματα					
Χρυσός					
Πετρέλαιο					
Μετρητά					

■ Τρέχουσα θέση
■ Προηγούμενη θέση



01

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Τα βασικά χαρακτηριστικά της ευνοϊκής κυκλικής συγκυρίας, που έχουμε επισημάνει (υψηλή ανάπτυξη, χαμηλός πληθωρισμός και υψηλή ρευστότητα), συνεχίζουν να ισχύουν. Παράλληλα, όμως, αρχίζουν να διαφαίνονται σημάδια, τα οποία θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε αύξηση της αβεβαιότητας με άνοδο των κλυδωνισμών.

Η οικονομική ανάπτυξη έχει πλέον σταθεροποιηθεί και εκτός των ΗΠΑ, και επιταχύνεται, ενώ οι βασικές κεντρικές τράπεζες, ακολουθώντας το παράδειγμα της FED, αναμένεται να αρχίσουν να εξαγγέλλουν περιορισμούς στις πολιτικές παροχής υπερβάλλουσας ρευστότητας (QE). Οι περιορισμοί αυτοί εκτιμάται ότι θα είναι σταδιακοί και προσεκτικοί, καθώς στην ουσία η παγκόσμια οικονομία τώρα εξέρχεται από το σοκ της μεγάλης ύφεσης του 2009.

Οι οικονομίες της Ευρωζώνης και της Ιαπωνίας αναπτύχθηκαν το 2017 με ρυθμούς άνω του δυνητικού, ενώ και στην Κίνα, παρά τις ανησυχίες για μια απότομη προσγείωση και τον υπερδανεισμό (που παραμένει ανησυχητικός), η ανάπτυξη εξέπληξε άνω του κυβερνητικού στόχου. Οι τάσεις αυτές είναι πιθανόν να συνεχιστούν για το μεγαλύτερο μέρος του 2018.

Αποτέλεσμα των εξελίξεων αυτών είναι η συνέχιση, ίσως επιτάχυνση, της διολίσθησης του δολαρίου των ΗΠΑ. Σε πρώτη φάση, η διολίσθηση αυτή θα μπορούσε να συνεχίσει να στηρίζει τις αγορές (μετοχές και κυρίως τα εμπορεύματα), ενώ παράλληλα να προσφέρει ενίσχυση στον αμερικανικό μεταποιητικό τομέα και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ. Στη διολίσθηση αυτή, όμως, βρίσκονται και οι «σπόροι» της μελλοντικής αβεβαιότητας. Μια πιθανή σημαντική άνοδος των εμπορευμάτων θα μπορούσε να οδηγήσει σε πληθωριστικές πιέσεις, αρχικά στις ΗΠΑ, οι οποίες θα οδηγούσαν τη FED σε έναν εντονότερο ρυθμό αύξησης των επιτοκίων και περιορισμό της ρευστότητας. Η οικονομία των ΗΠΑ, με τη χαμηλή παραγωγικότητα και την υψηλή (ιδιωτική και δημόσια) μόχλευση, δεν θα μπορούσε να απορροφήσει μια μεγάλη αύξηση του κόστους του δανεισμού. Ο κλυδωνισμός αυτός θα ήταν κατά πάσα πιθανότητα στάσιμο-πληθωριστικός και δεν θα οδηγούσε, δευτερογενώς, σε σταθεροποιητική άνοδο του δολαρίου.

Το δολάριο, λοιπόν, αποτελεί το «κλειδί» στην παρούσα συγκυρία. Ενώ μια σταδιακή αποδυνάμωση κρίνεται ως θετική, μια σημαντική και απότομη διόρθωση θα μπορούσε να οδηγήσει σε σημαντικούς κλυδωνισμούς. Εάν και αυτό δεν αποτελεί το βασικό μας σενάριο, υπάρχουν διαρθρωτικές και κυκλικές αδυναμίες στις ΗΠΑ που θα μπορούσαν να επιφέρουν μια τέτοια εξέλιξη (χαμηλή παραγωγικότητα, αύξηση των ομοσπονδιακών ελλειμμάτων, αυξανόμενη προσφορά χρήματος σε σχέση με το ΑΕΠ), ιδίως εάν συνδυαστούν με μεταβολές βασικών πολιτικών των ΗΠΑ (προστατευτισμός, αμφισβήτηση πολιτικής «δυνατού δολαρίου», εσωστρέφεια).

Στην Ευρωζώνη παρατηρούμε ότι οι διαρθρωτικές της αδυναμίες προεξοφλήθηκαν αρκετά στην αρχή του 2017 (στα χαμηλά του ευρώ και στην υποαπόδοση των ευρωπαϊκών μετοχών) και τώρα εισερχόμαστε σε μια περίοδο που όχι μόνο η ανάπτυξη είναι δυνατή, αλλά εμφανίζεται ταυτόχρονα σε ένα πλήθος χωρών τόσο του κέντρου όσο και της περιφέρειας. Το πλαίσιο αυτό εξαμαλύνει, ως έναν βαθμό, τις πολύ βαθιές και ανησυχητικές, δομικές αβεβαιότητες στην Ευρωζώνη.



νη, καθιστά ευκολότερη τη διεξαγωγή μιας ενιαίας νομισματικής πολιτικής και πιθανόν συμβάλει και στην υποχώρηση του λαϊκισμού. Με αυτόν τον τρόπο στηρίζουν αναγκαίες πολιτικές που θα συνέβαλαν θετικά στην πολύ δύσκολη και επίπονη πορεία για μια βαθύτερη οικονομική και πολιτική ενοποίηση.

Για το μεγαλύτερο μέρος του 2018, όσο οι οικονομικοί δείκτες θα συνηγορούν σε χαμηλή πιθανότητα ύφεσης για το 2019, το επενδυτικό κλίμα αναμένεται να παραμείνει θετικό. Από ένα σημείο και πέρα, όμως, η άνοδος των εμπορευμάτων, παράλληλα με μια περαιτέρω άνοδο των αποδόσεων των μακροχρόνιων ομολόγων (κυρίως στις ΗΠΑ), θα μπορούσε να συμβάλει σε άνοδο της μεταβλητότητας, καθώς οι αγορές πιθανόν να αρχίσουν να προεξοφλούν μια επιδείνωση της σχέσης ανάπτυξης/πληθωρισμού. Έτσι μέσα στο 2018, θα αναμέναμε συνέχιση της ανοδικής τάσης των ριψοκίνδυνων αξιών, αλλά με αυξημένη μεταβλητότητα. Το περιβάλλον αυτό συνεχίζει να συνηγορεί σε προσπάθεια εξεύρεσης «αξίας» και αποφυγής υπερτιμημένων αγορών.

Ανακοινώσεις, οι οποίες θα συνηγορούσαν σε άνοδο του παγκοσμίου δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης (νέες τεχνολογίες, κρατικές δαπάνες που οδηγούν σε αύξηση της παραγωγικότητας, διεύρυνση του διεθνούς εμπορίου), θα μπορούσαν να «απαλλάξουν» τη διεθνή οικονομία από αυτές τις ανησυχίες στασιμοπληθωρισμού. Ένα στοχευμένο και μελετημένο πρόγραμμα επενδύσεων σε υποδομές στις ΗΠΑ, περαιτέρω σημαντικό άνοιγμα της οικονομίας και των αγορών στην Κίνα ή και ουσιαστικά και εντυπωσιακά βήματα ευρωπαϊκής οικονομικής ενοποίησης, αποτελούν τέτοια παραδείγματα. Στο παρόν γεωπολιτικό πλαίσιο, ένα πρόγραμμα υποδομών στις ΗΠΑ θα ήταν ένας πιθανός υποψήφιος. Οι δυσκολίες ψήφησης του (σχετικά ευκολότερου) φορολογικού νομοσχεδίου, σε συνδυασμό με τις ενδιάμεσες εκλογές του Νοεμβρίου, αυξάνουν την αβεβαιότητα γύρω από την πρόταση αυτή, η οποία όμως κάποια στιγμή μέσα στο έτος θα μπορούσε να προεξοφληθεί θετικά από τις αγορές.



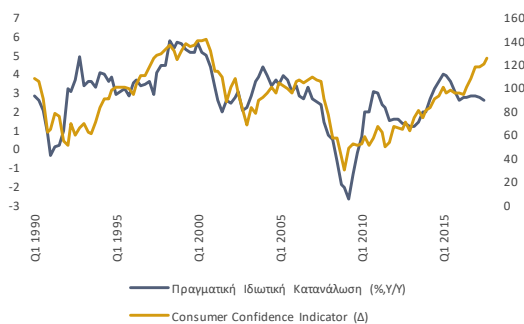
02 ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Η παγκόσμια οικονομία εμφανίζει σχετικά ισχυρή δυναμική, σηματοδοτώντας τη συνέχιση της ανάπτυξης με σχετικά υψηλό ρυθμό. Η πλειονότητα των πρόδρομων δεικτών διαμορφώνεται σε πολύ υψηλό επίπεδο και καταγράφεται συγχρονισμός της φάσης της ανάπτυξης του οικονομικού κύκλου στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες. Σημαντικοί παράγοντες θα αποτελέσουν η εφαρμογή των χαμηλότερων φορολογικών συντελεστών στις ΗΠΑ και οι πολιτικές εξελίξεις στις μεγάλες χώρες της Ευρώπης. Η Fed θα συνεχίσει τη σταδιακή επιστροφή στην κανονικότητα της νομισματικής πολιτικής της, ενώ η ECB είναι πιθανό να προχωρήσει σε ταχύτερη απόσυρση από την πολύ χαλαρή νομισματική πολιτική που έχει ακολουθήσει από το 2015 και ύστερα.

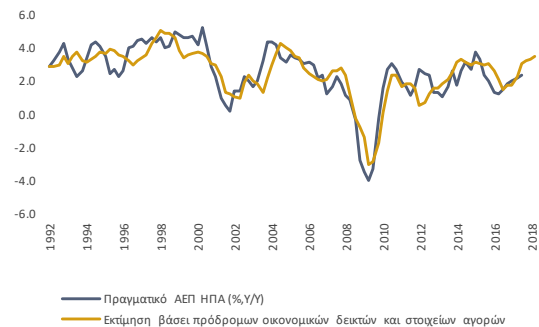
2.1 ΗΠΑ

- Το 2018 αναμένεται να χαρακτηριστεί από την εφαρμογή των χαμηλότερων φορολογικών συντελεστών και από τη συνέχιση της επιστροφής της Fed στην «κανονικότητα» της πολιτικής της. Στο τέλος του 2017, οι πρόδρομοι δείκτες των τομέων της μεταποίησης και των κατασκευών των κατοικιών, καθώς και της εμπιστοσύνης του καταναλωτή διαμορφώθηκαν σε πολύ υψηλό επίπεδο. Από τα διαγράμματα 1 και 2 προκύπτει ότι τα πραγματικά οικονομικά στοιχεία έχουν τη δυνατότητα να ενισχυθούν με ισχυρότερο ρυθμό, ώστε η εξέλιξή τους να συνάδει με εκείνη των πρόδρομων οικονομικών δεικτών.
- Εξαιρώντας το Α' τρίμηνο (που συνήθως επηρεάζεται αρνητικά από τις ακραίες καιρικές συνθήκες που επικρατούν), η οικονομία εκτιμούμε ότι θα συνεχίσει να κινείται με τριμηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 3,0% (σε ετησιοποιημένη βάση) στα υπόλοιπα τρίμηνα του 2018. Συνεπώς, για το σύνολο του 2018 εκτιμούμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 2,7% (από 2,3% το

1 | Ιδιωτική Κατανάλωση



2 | Ρυθμός Ανάπτυξης



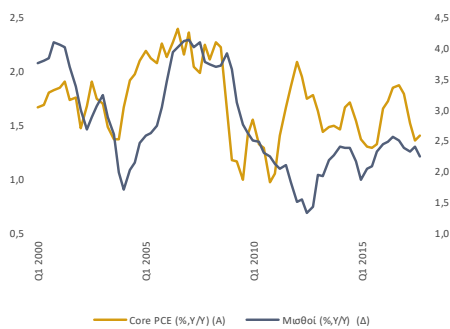
Πηγή: Datastream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



2017). Η εφαρμογή των χαμηλότερων φορολογικών συντελεστών εκτιμούμε ότι θα συμβάλλει κατά 0,3 ποσοστιαίες μονάδες στον ρυθμό ανάπτυξης του 2018. Για το 2019 η αρχική εκτίμησή μας σηματοδοτεί επιβράδυνση στο 2,1%. Οι κίνδυνοι για πιθανή πτωτική αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης εκτιμούμε ότι υπερτερούν έναντι των παραγόντων για πιθανή ανοδική αναθεώρηση, διότι το υψηλό επίπεδο, στο οποίο διαμορφώνονται οι πρόδρομοι δείκτες, ενδεχομένως υπερεκτιμά την πραγματική δυναμική της οικονομίας.

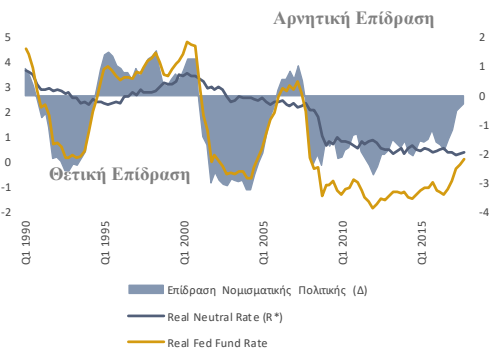
- Οι παραπάνω εκτιμήσεις για τον ρυθμό ανάπτυξης σε συνδυασμό με τα στοιχεία της αγοράς εργασίας (χαμηλό ποσοστό ανεργίας, ήπιος ρυθμός αύξησης μισθών, χαμηλό ποσοστό συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό κλπ) εκτιμούμε ότι συνάδουν με τη σταδιακή επιτάχυνση του δομικού πληθωρισμού (βάσει του δείκτη PCE Core Price Index) στο 1,7%-1,8% έως το τέλος του 2018. Η περαιτέρω ενίσχυση του δομικού πληθωρισμού εκτιμούμε ότι θα εξαρτηθεί από το κατά πόσο η δημοσιονομική χαλάρωση θα συνεπάγεται υψηλότερο ρυθμό ενίσχυσης της παραγωγικότητας σε διατηρήσιμη βάση, ώστε να οδηγήσει σε ταχύτερη-δραστικότερη ενίσχυση των μισθών.
- Η αξιοσημείωτη διαφορά μεταξύ των εκτιμήσεων της Fed και των προσδοκιών των αγορών εξακολουθεί να υφίσταται. Οι μακροοικονομικές εκτιμήσεις της Fed (που δημοσιεύτηκαν τον Δεκέμβριο του 2017) περιλαμβάνουν τρεις αυξήσεις του παρεμβατικού επιτοκίου (από 1,25%-1,50% στο 2,00%-2,50%) εντός του 2018 και άλλες τρεις το 2019. Όμως, οι προσδοκίες των αγορών (βάσει των Fed Fund Futures) προεξοφλούν δύο αυξήσεις εντός του 2018 και άλλη μία το 2019.

3 | Εξέλιξη Πληθωρισμού & Μισθών



Πηγή: BLS, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4 | Επίδραση Νομισματικής Πολιτικής



- Η δική μας εκτίμηση συνάδει με εκείνη των προσδοκιών των αγορών. Από το διάγραμμα 4 προκύπτει ότι περισσότερες από δύο αυξήσεις του παρεμβατικού επιτοκίου θα συνεπάγονται πραγματικό επιτόκιο που θα υπερβαίνει το επίπεδο που εκτιμάται ότι είναι βέλτιστο, ώστε να μην προκληθεί αρνητική (υφεσιακή) επίδραση στην οικονομία, ιδίως σε περιβάλλον χαμηλού ρυθμού ενίσχυσης της παραγωγικότητας και υψηλής δανειακής μόχλευσης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων. Επιπλέον, η Fed πραγματοποιεί αυξανόμενη μείωση του μεγέθους της επανεπένδυσης των τίτλων που λήγουν και διαθέτει στο ενεργητικό της. Συνεπώς, η αρνητική επίδραση στην οικονομία μπορεί να είναι μεγαλύτερη, εάν συνδυαστούν η μείωση του ενεργητικού με ξέι αυξήσεις του παρεμβατικού επιτοκίου έως το τέλος του 2019.



ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΗΠΑ: Μακροοικονομικές Εκτιμήσεις

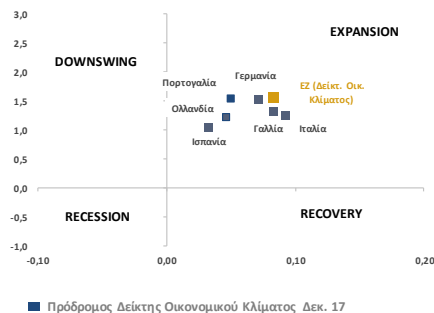
	Q/Q-AR-%								Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία				Εκτιμήσεις				2016	2017	2018
	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4			
Πραγματικό ΑΕΠ	1,2	3,1	3,2	3,0	2,0	3,5	3,0	3,0	1,5	2,3	2,7
Κατανάλωση	1,9	3,3	2,2	3,0	2,5	3,0	3,0	3,0	2,7	2,7	2,9
Επενδύσεις	-1,2	3,9	7,3	5,0	1,0	7,0	5,0	5,0	-1,5	3,0	4,0
Δημόσιες Δαπάνες	-0,6	-0,2	0,7	1,0	1,0	1,0	3,0	3,0	0,7	0,0	1,3
Εξαγωγές	7,3	3,5	2,2	5,0	1,0	5,0	5,0	5,0	-0,3	3,0	3,0
Εισαγωγές	4,4	1,5	-1,1	5,0	1,0	5,0	5,0	5,0	1,3	3,0	3,0
Headline PCE PI	2,0	1,6	1,5	1,7	1,5	1,7	1,8	1,8	1,1	1,7	1,7
Core PCE PI	1,8	1,5	1,4	1,5	1,5	1,6	1,7	1,8	1,8	1,6	1,7
Ποσοστό Ανεργίας	4,7	4,3	4,3	4,1	4,1	3,9	3,8	3,8	4,9	4,4	3,9
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο	1,00	1,25	1,25	1,50	1,75	1,75	2,00	2,00	0,75	1,50	2,00

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

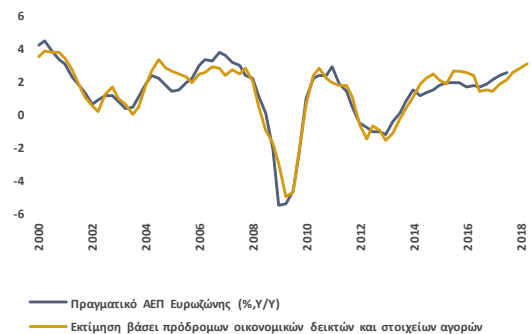
2.2 Ευρωζώνη

- Το 2018 εκτιμούμε ότι θα χαρακτηριστεί από τη συνέχιση του υψηλού ρυθμού ανάπτυξης και του ήπιου πληθωρισμού. Η πλειονότητα των πρόδρομων οικονομικών δεικτών διαμορφώθηκε σε πολύ υψηλό επίπεδο στο τέλος του 2017. Από το διάγραμμα 1 προκύπτει ότι αυτό συμβαίνει στην πλειοψηφία των χωρών τόσο της περιφέρειας όσο και του πυρήνα της Ευρωζώνης, εμφανίζοντας συγχρονισμό στη φάση της ανάπτυξης του οικονομικού κύκλου.
- Εκτιμούμε ότι η οικονομία θα κινείται με τριμηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 0,6% το Α' εξάμηνο του 2018 και με 0,5% το Β' εξάμηνο. Συνεπώς, για το σύνολο του 2018 εκτιμούμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 2,4%, όπως σχεδόν εκτιμούμε ότι ήταν το 2017 (2,5%). Για το 2019 η αρχική εκτίμησή μας σηματοδοτεί επιβράδυνση στο 1,9%.

1 | Οικονομικός Κύκλος



2 | Ρυθμός Ανάπτυξης

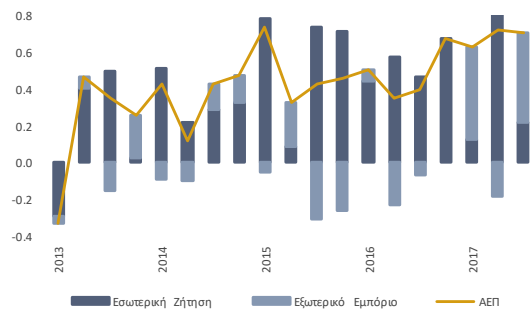


Πηγή: Datastream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Πιθανοί κίνδυνοι για το 2018 είναι η πολιτική αβεβαιότητα που ενδεχομένως προκύψει από τις

ιταλικές βουλευτικές εκλογές, η πιθανή αρνητική έκβαση των διαπραγματεύσεων για το Brexit και η συνέχιση της ενίσχυσης της ισοτιμίας του ευρώ που μπορεί να επιβαρύνει την ενίσχυση των εξαγωγών. Από την άλλη πλευρά, η πιθανή νέα κυβέρνηση στη Γερμανία (από τον «μεγάλο συνασπισμό») και η νέα πολιτική ηγεσία στη Γαλλία σηματοδοτούν διάθεση για εμβάθυνση της ενοποίησης των δομών της Ευρωζώνης. Επιπλέον η ενίσχυση της ισοτιμίας του ευρώ και η σταδιακή βελτίωση της απασχόλησης ευνοούν τη μεγαλύτερη ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης, η οποία τα τελευταία έτη συμβάλλει σε μεγαλύτερο βαθμό στη μεγέθυνση του συνολικού ΑΕΠ (βλ. διάγραμμα 3).

3 | Συμβολή στο Ρυθμό Ανάπτυξης



4 | Πληθωρισμός & Διεθνείς Τιμές Ενέργειας



Πηγή: Eurostat, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί το Α' τρίμηνο του 2018 (λόγω αρνητικού αποτελέσματος βάσης, όπως προκύπτει από το διάγραμμα 4), αλλά στα επόμενα δύο τρίμηνα θα ανακάμψει. Συνεπώς, για το σύνολο του 2018 ο πληθωρισμός εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθεί στο ίδιο σχεδόν επίπεδο που ήταν το 2017 (1,5%). Η βελτίωση που έχει καταγραφεί στην αγορά εργασίας (το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο 8,7% που αποτελεί το χαμηλότερο επίπεδο από το τέλος του 2008) εκτιμούμε ότι επαρκεί για να οδηγήσει σε σταδιακή επιτάχυνση του δομικού πληθωρισμού στο 1,5% (έως το τέλος του 2018), αλλά όχι υψηλότερα, καθώς οι μισθοί εξακολουθούν να αυξάνουν με σχετικά χαμηλό ρυθμό (1,4%-1,5%). Για το 2019, η αρχική εκτίμησή μας σηματοδοτεί μικρή επιτάχυνση του πληθωρισμού στο 1,6%-1,7%.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Ευρωζώνη: Μακροοικονομικές Εκτιμήσεις

	Q/Q-AR-%								Υ/Υ-%		
	Πραγματικά Στοιχεία				Εκτιμήσεις				2016	2017	2018
	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4			
Πραγματικό ΑΕΠ	0,6	0,7	0,7	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	1,8	2,5	2,4
Κατανάλωση	0,5	0,6	0,4	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	1,9	1,9	1,9
Επενδύσεις	-0,9	2,7	-0,1	1,5	0,7	0,7	0,5	0,5	3,9	3,5	3,3
Δημόσιες Δαπάνες	0,2	0,3	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	1,7	1,1	1,5
Εξαγωγές	1,3	1,1	1,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	3,3	4,9	4,0
Εισαγωγές	0,3	1,5	0,5	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	4,7	4,1	3,5
Headline CPI	1,8	1,5	1,4	1,4	1,3	1,5	1,6	1,5	0,2	1,5	1,5
Ποσοστό Ανεργίας	9,5	9,2	9,0	8,7	8,5	8,3	8,2	8,1	9,9	9,1	8,3
ΕΚΤ - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

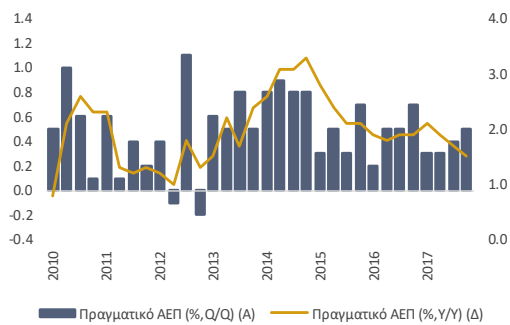


- Η ECB συνεχίζει να κινείται στο πλαίσιο της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής, αλλά σε μικρότερο βαθμό, καθώς προχώρησε στον υποδιπλασιασμό του μηνιαίου μεγέθους αγορών στοιχείων ενεργητικού (από τα 60 δισ. ευρώ στα 30 δισ. ευρώ) για το πρώτο εννεάμηνο του 2018. Όμως, αναμένουμε ότι θα προχωρήσει και σε αλλαγή της ρητορικής της που θα στοχεύει στην ταχύτερη απόσυρση από την πολύ χαλαρή πολιτική που έχει ακολουθήσει από το 2015 και ύστερα. Ειδικότερα στο τέλος του 2018 ή στην αρχή του 2019, η ECB εκτιμούμε ότι θα προχωρήσει στον τερματισμό του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης και στην αύξηση του Deposit Facility Rate. Η επανεπένδυση των λήξεων των τίτλων που η ECB διαθέτει στο ενεργητικό της εκτιμούμε ότι θα συνεχιστεί για σχετικά μεγάλο χρονικό διάστημα.

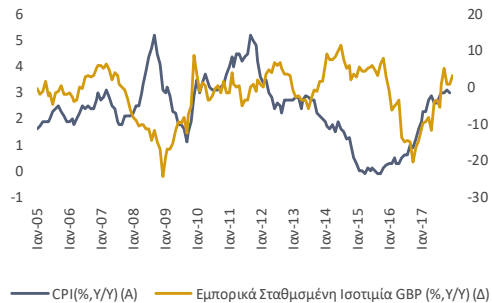
2.3 Ηνωμένο Βασίλειο

- Το 2018 αναμένεται να χαρακτηριστεί από την εντατική διεργασία του καθορισμού των όρων του Brexit και κυρίως από το εάν η Βρετανία θα εξασφαλίσει την πρόσβαση στην κοινή ευρωπαϊκή αγορά. Έως το τέλος του 2017 η πλειοψηφία των πρόδρομων οικονομικών δεικτών δεν είχε καταγράψει μείωση, ενώ τα στοιχεία για την αγορά εργασίας εξακολουθούσαν να καταδεικνύουν αρκετά θετική εικόνα. Εκτιμούμε ότι η οικονομία θα κινείται με ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 0,4% (σε τριμηνιαία βάση) κατά τη διάρκεια του 2018, όπως και το 2017. Συνεπώς, για το σύνολο του 2018 εκτιμούμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί κοντά στο 1,5% ελαφρώς χαμηλότερα έναντι του 2017 (1,8% που αποτέλεσε τον χαμηλότερο ρυθμό από το 2012).

1 | Ρυθμός Ανάπτυξης



2 | Πληθωρισμός & Ισοτιμία Στερλίνιας



Πηγή: Datastream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

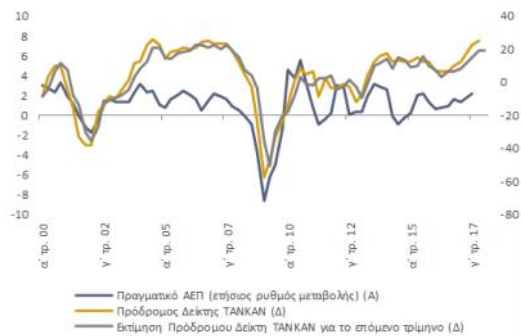
- Εφόσον δεν σημειωθεί σημαντική ενίσχυση των διεθνών τιμών ενέργειας, ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι το 2018 θα επιβραδυνθεί στο 2,3% (από 2,7%), καθώς θα μειωθεί δραστικά το έντονα ανοδικό αποτέλεσμα βάσης που προέκυψε από τη διολίσθηση της ισοτιμίας της στερλίνιας, μετά το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος τον Ιούνιο του 2016.
- Η επιβράδυνση του πληθωρισμού και η αβεβαιότητα που συνδέεται με το περιβάλλον που θα επικρατεί λόγω του Brexit εκτιμάται ότι θα καταστήσουν την BoE αρκετά επιφυλακτική στο να προχωρήσει σε κινήσεις σφικτής νομισματικής πολιτικής. Εντός του 2018 εκτιμούμε ότι θα πραγματοποιηθεί το πολύ μία αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου της BoE (από 0,50% στο 0,75%). Παράλληλα, η BoE εκτιμούμε ότι δεν θα προχωρήσει σε μεταβολή του μεγέθους του ενεργητικού της.



2.4 Ιαπωνία

- Άνοδο του πραγματικού ΑΕΠ κατά 2,1% σε ετήσια βάση (Β' τρίμ. 17: 1,6%) σημείωσε κατά το Γ' τρίμηνο η ιαπωνική οικονομία, ωθούμενη κυρίως από τις εξαγωγές. Συνεπώς, κατά τους εννέα πρώτους μήνες του 2017 ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε στο 1,7% (εννεάμηνο 16: 0,7%), ενώ για το σύνολο του έτους δεν αναμένεται σημαντική διαφοροποίηση.
- Για το 2018, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ, του ΟΟΣΑ, της Παγκόσμιας Τράπεζας, της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας (Ττι), αλλά και τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις του Bloomberg, ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να κινηθεί στο 1,2%-1,4%, ενώ το 2019 εκτιμάται περαιτέρω επιβράδυνσή του στο 0,7%-1,0%. Η συγκράτηση του ρυθμού ανάπτυξης αποδίδεται κυρίως στη σταδιακή απόσυρση της δημοσιονομικής στήριξης, την επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των εξαγωγών και τη σταδιακή ολοκλήρωση των επενδύσεων που σχετίζονται με την προετοιμασία της χώρας για τη διεξαγωγή των Ολυμπιακών Αγώνων του 2020 στο Τόκιο.

1 | Πραγματικό ΑΕΠ & Δείκτης TANKAN



2 | Πληθωρισμός



Πηγές: Department of National Accounts/Cabinet Office, Statistics Bureau (Japan), Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Παράλληλα, η επεκτατική νομισματική πολιτική εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί χωρίς ουσιαστικές αλλαγές στο ακολουθούμενο μείγμα πολιτικής. Η ανοδική πορεία του πληθωρισμού, σύμφωνα με την Ττι, αναμένεται να είναι ιδιαίτερα αργή και η σύγκλιση του με το στόχο του 2% δεν προβλέπεται να συμβεί νωρίτερα από το Β' τρίμηνο του 2019. Σύμφωνα με τα τελευταία στοιχεία που αφορούν τον Δεκέμβριο, ο πληθωρισμός αφαιρουμένων των νωπών τροφίμων, που είναι ο ορισμός που παρακολουθεί η Ττι, διαμορφώθηκε για δεύτερο διαδοχικό μήνα στο 0,9%.
- Ωστόσο, η δημογραφική γήρανση, η συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού και το υψηλό δημόσιο χρέος εξακολουθούν μεσομακροπρόθεσμα να θέτουν σημαντικά προσκόμματα στην αναπτυξιακή δυναμική.

2.5 Κίνα

- Ρυθμό ανάπτυξης 6,8% σημείωσε κατά το Δ' τρίμηνο η κινεζική οικονομία, όπως ακριβώς και κατά το Γ' τρίμηνο. Συνεπώς, το πραγματικό ΑΕΠ το 2017 αυξήθηκε κατά 6,9% (2016: 6,7%), εκπληρώνοντας τον κυβερνητικό στόχο για ρυθμό ανάπτυξης «πλησίον του 6,5% ή υψηλότερο εάν είναι εφικτό».

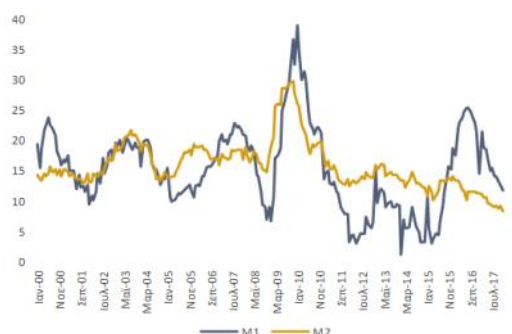


- Για το 2018 ο ρυθμός ανάπτυξης, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ, του ΟΟΣΑ, της Παγκόσμιας Τράπεζας, αλλά και τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις του Bloomberg, αναμένεται να διαμορφωθεί μεταξύ του 6,4%-6,6%, ενώ για το 2019 προβλέπεται μεταξύ του 6,2%-6,4%. Επομένως, την προσεχή διετία αναμένεται ελαφρά μόνο επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης, χωρίς να μπορεί να αποκλειστεί (όπως συνέβη το 2017), μία θετική έκπληξη, όπως προκύπτει από το διάγραμμα 1.
- Διεύρυνση των συναλλαγματικών αποθεμάτων της χώρας καταγράφηκε το 2017 και συγκεκριμένα κατά \$129,4 δισ., αντίθετα από το 2016 που είχαν μειωθεί κατά \$319,8 δισ. Ταυτόχρονα, το γουάν ενισχύθηκε έναντι του δολαρίου κατά 6,3% (2016: -6,9%), ενώ ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος επιβραδύνθηκε, όπως προκύπτει από το διάγραμμα 2.

1 | Πραγματικό ΑΕΠ & Πρόδρομος Δείκτης



2 | Προσφοράς Χρήματος (ετήσια % μεταβολή)



Πηγές: Datastream, National Bureau of Statistics of China, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Βασικές παράμετροι της οικονομικής πολιτικής κατά το τρέχον έτος αναμένεται να συνεχίσουν να είναι η σταδιακή μετατόπιση προς το νέο αναπτυξιακό πρότυπο που στηρίζεται περισσότερο στην ιδιωτική κατανάλωση, η προσπάθεια συγκράτησης του ρυθμού αύξησης τόσο της χρηματοδότησης όσο και της ρευστότητας στην οικονομία χωρίς να θιγεί σημαντικά η ανάπτυξη και οι υψηλές δημόσιες επενδύσεις. Ταυτόχρονα, θα παραμείνει επιτακτική η ανάγκη επιτυχούς αντιμετώπισης του ιδιαίτερα υψηλού δανεισμού (ιδίως των φορέων της τοπικής αυτοδιοίκησης υπό την ευρεία έννοια).

2.6 ΒΡΑΖΙΛΙΑ | ΡΩΣΙΑ | ΙΝΔΙΑ

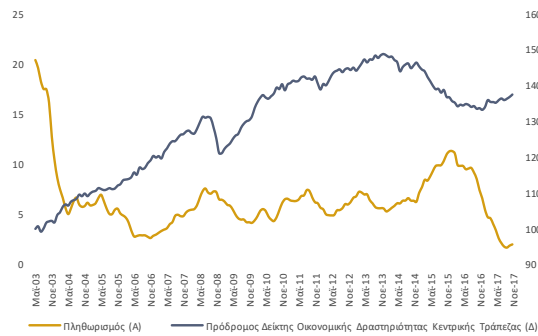
- Η **τάση που κυριαρχεί για το τρέχον έτος είναι η περαιτέρω ενδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας στις αναπτυσσόμενες οικονομίες** και συγκεκριμένα στη Βραζιλία, την Ινδία και τη Ρωσία. Το πραγματικό ΑΕΠ το Γ' τρίμηνο του 2017 επιταχύνθηκε, ενώ οι πρόδρομοι δείκτες των οικονομιών για το Β' εξάμηνο του προηγούμενου έτους σηματοδοτούν συνέχεια της έντονης δυναμικής. Οι **αποπληθωριστικές τάσεις έχουν διορθωθεί**, εντούτοις οι τιμές και στις τρεις χώρες αναφοράς παραμένουν σε χαμηλότερα επίπεδα από τον μακροχρόνιο μέσο όρο τους. Οι βελτιωμένες συνθήκες στις εγχώριες οικονομίες, τα χαμηλά επίπεδα πληθωρισμού και η ανάκαμψη του παγκόσμιου εμπορίου λειτουργούν **θετικά στα δημοσιονομικά και εξωτερικά ισοζύγια των χωρών**, καθώς αναμένουμε συρρίκνωση των ελλειμμάτων και σταθεροποίηση των πλεονασμάτων. Εάν μπορούμε να ξεχωρίσουμε μία τάση για τις αναπτυσσόμενες οικονομίες που



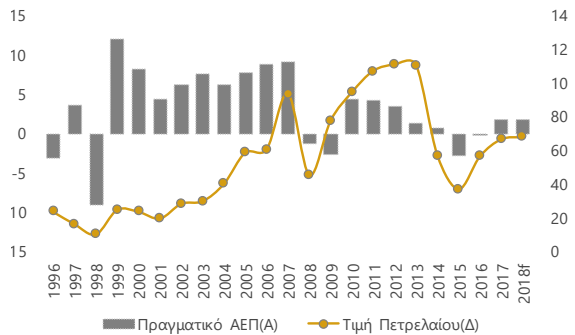
παρακολουθούμε (με εξαίρεση τη Ρωσία) είναι η αρχή ενός κύκλου αυστηρής νομισματικής πολιτικής μετά από σχεδόν τρία χρόνια χαλάρωσης με αυξήσεις των παρεμβατικών επιτοκίων.

- Ξεχωρίζοντας το βασικό θέμα για την κάθε χώρα για το 2018, στη **Βραζιλία** οι επικείμενες εκλογές ενδέχεται να αυξήσουν το πολιτικό ρίσκο, ενώ η χώρα αναμένεται να καρπωθεί από την παγκόσμια εξωτερική ζήτηση, καθώς οι βασικοί εμπορικοί εταίροι της Βραζιλίας είναι η Κίνα, οι ΗΠΑ και η Ευρώπη.
- Στη **Ρωσία**, αναμένουμε ότι η οικονομική δραστηριότητα θα ενδυναμωθεί περαιτέρω εξαιτίας της ενίσχυσης των τιμών του πετρελαίου, της εμπιστοσύνης των καταναλωτών και της σταδιακής χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής.
- Για την **Ινδία**, οι αρνητικές επιπτώσεις από τον έμμεσο φόρο σε αγαθά και υπηρεσίες, που εφαρμόστηκε τον Ιούλιο του 2017, αναμένεται να είναι προσωρινές, με την οικονομική δραστηριότητα να ανακάμπτει εντός του τρέχοντος έτους.

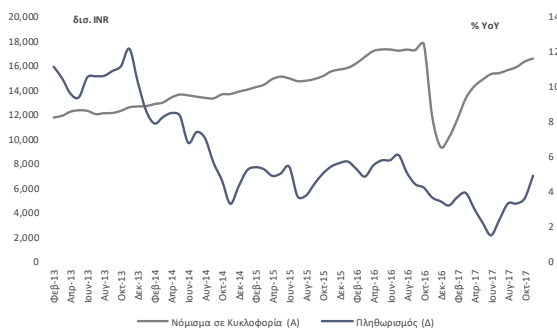
1 | Βραζιλία: Πληθωρισμός & Πρόδρομος Δείκτης Οικονομίας



2 | Ρωσία: Πραγματικό ΑΕΠ & Πετρέλαιο



3 | Ινδία: Πληθωρισμός & Νόμισμα σε Κυκλοφορία



ΠΙΝΑΚΑΣ | Προβλέψεις Βασικών Μεγεθών

	ΑΕΠ		Πληθωρισμός		Παρεμβατικό Επιτόκιο	
	2017e	2018f	2017e	2018f	2017e	2018f
Ινδία	8.0	7.1	5.0	3.3	6.00	6.05
Ρωσία	1.8	1.9	3.7	3.6	7.75	6.50
Βραζιλία	1.0	2.5	3.5	3.9	7.00	7.15

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



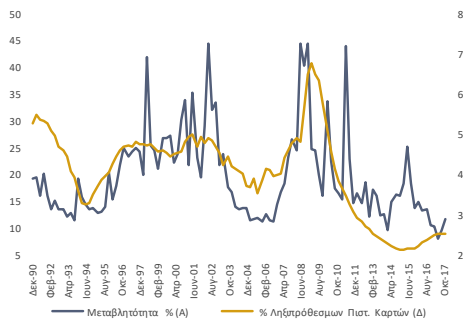
03

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Διατηρούμε αμυντική θέση στις μετοχικές αγορές κυρίως λόγω αποτιμήσεων. Η θέση μας παραμένει υποεπενδεδυμένη στις μετοχές των ΗΠΑ, υπερεπενδεδυμένη σε αυτές της Ευρωζώνης και των αναδυόμενων αγορών, ενώ οι ιαπωνικές υποβαθμίζονται σε ουδέτερη. Τα κρατικά ομόλογα παραμένουν υποεπενδεδυμένα, ενώ τα εταιρικά υποβαθμίζονται περαιτέρω. Αυξάνουμε οριακά το ρίσκο του χαρτοφυλακίου (εμπορεύματα), μειώνοντας, όμως, τη συσχέτισή του τόσο με τα κρατικά ομόλογα όσο και με μετοχές αναπτυσσόμενων αγορών.

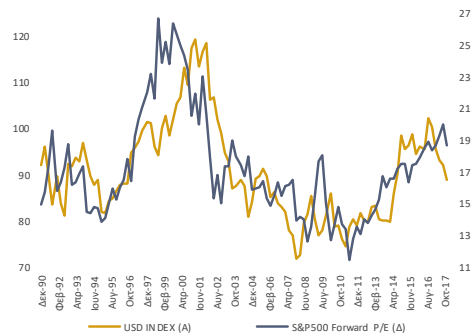
- Το 2017 χαρακτηρίστηκε, πέρα από το γενικά ευνοϊκό επενδυτικό κλίμα, από ιδιαίτερα χαμηλή μεταβλητότητα στις αγορές και ιδίως στις μετοχικές. Η σημαντική συγκέντρωση short θέσεων στην τεκμαρτή μεταβλητότητα, δικαιολογεί το φαινόμενο αυτό. Μακροοικονομικά, η υψηλή ρευστότητα πρέπει να αποτελεί σημαντικό επεξηγηματικό παράγοντα. Έτσι, πάρα το ότι το χρέος των νοικοκυριών στις ΗΠΑ παραμένει υψηλό (77% ΑΕΠ), το κόστος εξυπηρέτησης παραμένει στα χαμηλά όλων των εποχών (10% του εισοδήματος), ενώ και άλλοι δείκτες πιστωτικής πίεσης βρίσκονται, επίσης, κοντά στα ιστορικά χαμηλά. Στο διάγραμμα 1 παραθέτουμε τη θετική σχέση της μετοχικής μεταβλητότητας (δείκτης VIX) με το ποσοστό των ληξιπρόθεσμων πιστωτικών καρτών. Μέσα από αυτό το κανάλι αλληλεπίδρασης, πληθωριστικές ανησυχίες θα μπορούσαν να συνδυαστούν με αύξηση του κόστους του χρήματος και άνοδο της μεταβλητότητας.
- Το δολάριο των ΗΠΑ κρατάει μια σημαντική θέση στον μηχανισμό αυτόν. Ένα σχετικά, με τα θεμελιώδη των ΗΠΑ, δυνατό δολάριο, εμποδίζει την άνοδο του εισαγόμενου πληθωρισμού και κρατάει χαμηλά το κόστος του χρήματος. Συνέπεια αυτού είναι και μια σχετικά υψηλή αποτίμηση των μετοχικών αγορών (διάγραμμα 2). Εδώ και καιρό έχουμε επισημάνει τις υψηλές αποτιμήσεις ως παράγοντα ανησυχίας.
- Έτσι, συνολικά για το 2018, αναμένουμε ότι το επενδυτικό κλίμα θα μπορούσε να παραμείνει θετικό στον βαθμό που το κόστος του χρήματος δεν θα υπερβάλλει τη δυναμικότητα της οικονομίας των ΗΠΑ. Μια ήπια υποχώρηση του δολαρίου θα συνηγορούσε σε χαμηλότερο P/E στις αμερικανι-

1 | Ρευστότητα & Μεταβλητότητα



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Δολάριο & Αποτιμήσεις Μετοχών ΗΠΑ





κές μετοχικές αγορές, αλλά τα κέρδη από την αύξηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και την τόνωση της παγκόσμιας ανάπτυξης αναμένεται να υπερκαλύψουν το κενό αυτό. Μια υπερβολική πτώση του δολαρίου ή/και μια υπερβολική ενδυνάμωση των εμπορευμάτων θα προκαλούσε πληθωριστικές πιέσεις, αύξηση του κόστους του χρήματος και ουσιαστική επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος.

- Στις μετοχές, η θέση μας παραμένει υποεπενδεδυμένη. Συγκεκριμένα, διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στις αμερικανικές μετοχές κυρίως λόγω αποτιμήσεων, ενώ για τον ίδιο λόγο διατηρούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στις ευρωπαϊκές μετοχές και αυτές των αναδυόμενων αγορών. Για

Κατηγορία Επένδυσης	Επενδυτική Θέση	Αλλαγή
Μετοχές	Υποεπενδεδυμένη	
ΗΠΑ	Υποεπενδεδυμένη	
Ευρωζώνη	Υπερεπενδεδυμένη	
Ιαπωνία	Ουδέτερη	↓
Αναδ. Αγορές	Υπερεπενδεδυμένη	
Κρατικά Ομόλογα	Υποεπενδεδυμένη	
ΗΠΑ	Υποεπενδεδυμένη	
Ευρωζώνη (Γερμανία)	Υποεπενδεδυμένη	
Αναδ. Αγορών	Ουδέτερη	
Εταιρικά Ομόλογα	Υποεπενδεδυμένη	↓
Επενδ. Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	↓
Επενδ. Διαβάθμισης Ευρωπη	Υποεπενδεδυμένη	↓
Υψηλών Αποδόσεων ΗΠΑ	Υποεπενδεδυμένη	
Υψηλών Αποδόσεων Έυρώπη	Υποεπενδεδυμένη	↓
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Υπέρ EUR	
USDJPY	Αρνητική	
EURGBP	Υπέρ GBP	
Εμπορεύματα	Αρκετά Υπερεπενδε-	↑
Χρυσός	Ουδέτερη	
Πετρέλαιο	Υπερεπενδεδυμένη	
Μετρητά	Υπερεπενδεδυμένη	

τις ιαπωνικές μετοχές, η θέση μας είναι ουδέτερη από ελαφρώς υπερεπενδεδυμένη προηγουμένως. Εδώ να τονίσουμε ότι διατηρούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στους κλάδους της ενέργειας και των χρηματοοικονομικών. Επίσης, αναβαθμίσαμε τα εμπορεύματα σε υπερεπενδεδυμένη θέση από ουδέτερη.

- Στα κρατικά ομόλογα η θέση μας παραμένει όπως και πριν. Για μεν τις ΗΠΑ και την Ευρωζώνη είναι αρκετά υποεπενδεδυμένη, ενώ για αυτά των αναδυόμενων αγορών είναι ουδέτερη.

- Τα εταιρικά ομόλογα, λόγω υψηλών αποτιμήσεων ειδικά για την Ευρωζώνη, υποβαθμίστηκαν όλα κατά μία θέση σε σχέση με την προηγούμενη Επενδυτική Στρατηγική, με εξαίρεση αυτά των υψηλών αποδόσεων στις ΗΠΑ, τα οποία παραμένουν, όμως, υποεπενδεδυμένα.

- Στο συνάλλαγμα η θέση μας είναι υπέρ του ευρώ σε σχέση με το δολάριο, ευρώς (1,2080 – 1,2960). Για το δολάριο με το Yen, περιμένουμε περαιτέρω ενίσχυση του Yen, κυρίως λόγω αδυναμίας του δολαρίου. Για την ισοτιμία EURGBP η θέση μας παραμένει υπέρ της στερλίνας, καθώς η σχέση είναι ακριβή, λιγότερο ωστόσο, δεδομένης της επιδείνωσης των οικονομικών στοιχείων στο Ηνωμένο Βασίλειο.
- Αναβαθμίσαμε τη θέση μας για τα εμπορεύματα σε αρκετά υπερεπενδεδυμένη από υπερεπενδεδυμένη, διατηρούμε την υπερεπενδεδυμένη θέση στο πετρέλαιο, ενώ ο χρυσός παρέμεινε σε ουδέτερη θέση.
- Τέλος, διατηρούμε αυξημένο ποσοστό σε μετρητά.



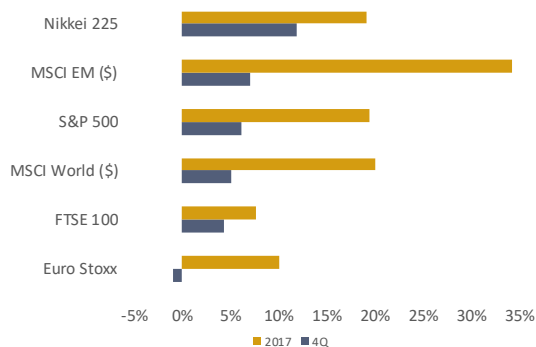
04 ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι μετοχικές αγορές κατακτούν ιστορικά υψηλά, καθώς η δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας είναι ιδιαίτερα θετική και αναμένεται να παραμείνει έτσι και το 2018, η εταιρική κερδοφορία διατηρεί τους υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης, οι τοποθετήσεις μέσω Α/Κ αυξάνουν και η επενδυτική «ευφορία» είναι διάχυτη και ενισχύεται. Οι ακριβές αποτιμήσεις και η σύσφιγξη της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες είναι το αντίβαρο στους θετικούς καταλύτες που προαναφέρθηκαν. **Διατηρούμε τη στρατηγική μας για επίτευξη alpha στα χαρτοφυλάκια μας μέσω περιφερειακών τοποθετήσεων σε επιμέρους γεωγραφικές περιοχές και κλάδους, παραμένοντας υποεπενδεδυμένοι στο σύνολο του μετοχικού χαρτοφυλακίου, διατηρώντας το ρίσκο σε χαμηλότερα επίπεδα.**

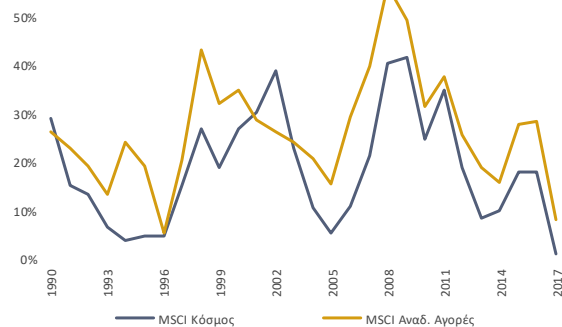
4.1 Μετοχικές αγορές

- Το Δ' τρίμηνο έκλεισε θετικά για την πλειοψηφία των μετοχικών αγορών, καθώς τα οικονομικά νέα συνθέτουν ένα Goldilocks σκηνικό με συγχρονισμένη παγκόσμια ανάπτυξη, μετριοπαθείς πληθωριστικές πιέσεις και υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της εταιρικής κερδοφορίας. Οι ακριβές αποτιμήσεις και η σύσφιγξη της νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες δεν προβληματίζουν τους επενδυτές, ενώ η πολιτική αβεβαιότητα σε Γερμανία και Καταλονία και οι λεονταρισμοί της Β. Κορέας δεν βρίσκονται στο επίκεντρο του επενδυτικού ενδιαφέροντος.

1 | Αποδόσεις κυριότερων αγορών



2 | Ποσοστό ημερ. αποδόσεων στο έτος με μβ μεγαλύτερη του +1% και μικρότερη του -1%



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Η πλειονότητα των μετοχικών αγορών **κατέγραψε τα υψηλότερα κέρδη σε οριζόντα τριμήνου και έτους, με τη μεταβλητότητά τους να διαμορφώνεται σε ιστορικά χαμηλά.** Όπως φαίνεται στο διάγραμμα 2, το ποσοστό των ημερήσιων συνεδριάσεων με μεταβολή μεγαλύτερη από +1%-1% διαμορφώθηκε το 2017 μόλις στο 1,2% για τον MSCI Κόσμος και 8,1% για τον MSCI Αναδυόμενων.
- Η παγκόσμια οικονομία **θα παραμείνει σε δυναμική τροχιά ανάπτυξης,** με το πιο εντυπωσιακό στοιχείο να είναι **ο συγχρονισμός της ανάπτυξης από επιμέρους χώρες.** Ωστόσο, οι κεντρι-

κές τράπεζες είτε έχουν ξεκινήσει (Fed, BOE, BOC, BOK) τη σύσφιξη της νομισματικής τους πολιτικής είτε προετοιμάζουν το έδαφος (ECB, BoJ), γεγονός που πρέπει να ληφθεί υπόψη από τους επενδυτές, ενώ δεν πρέπει να υποτιμηθούν ο πολιτικός κίνδυνος και η γεωπολιτική αστάθεια.

- Όπως φαίνεται στον πίνακα 1, **οι αποτιμήσεις είναι ακριβές**, ιδιαίτερα στις αναπτυσσόμενες αγορές, **ωστόσο προεξοφλούν εκτιμήσεις για διψήφιους ρυθμούς** αύξησης κερδοφορίας με επίκεντρο τις ΗΠΑ. Στον αντίποδα, οι αναδυόμενες εμφανίζουν υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης και πιο ελκυστικές αποτιμήσεις, αλλά και υψηλότερο ρίσκο.
- Η τεχνική εικόνα **παραμένει ιδιαίτερα θετική**, οι ροές προς τα μετοχικά Α/Κ **διατηρούνται**, ενώ ο δείκτης επενδυτικού κλίματος (σύμφωνα με τον δείκτη AAll Index (Bulls - Bears) **απογειώθηκε** από τα μέσα Νοεμβρίου και ανήλθε σε υψηλό επταετίας.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη κύριων αγορών & δείκτες αποτιμήσεων

	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest P/E	15y avg P/E	Decile Κατανομής	Latest P/BV	15y avg P/BV	Decile Κατανομής	Latest D/Y	15y avg D/Y	Decile Κατανομής
	2017	2018	2017	2018	2017	2018									
S&P 500	10,4%	15,3%	8,1%	8,6%	8,4%	6,8%	21,12	16,11	10	3,45	2,57	10	1,8%	2,0%	2
Euro Stoxx	20,8%	8,6%	3,0%	4,5%	3,1%	6,6%	16,76	14,19	9	1,78	1,61	7	2,9%	3,5%	2
Nikkei 225	10,2%	6,8%	5,3%	2,2%	7,7%	5,1%	20,05	22,16	4	1,98	1,48	9	1,6%	1,5%	4
MSCI World	13,9%	12,2%	7,6%	6,8%	7,0%	5,9%	19,52	16,19	10	2,82	2,24	10	2,2%	2,5%	3
MSCI EM(\$)	28,3%	12,8%	10,7%	8,4%	18,0%	22,1%	14,18	13,29	8	1,78	1,93	5	2,7%	2,9%	3

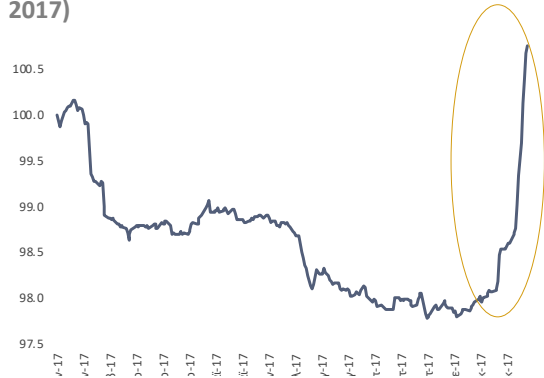
Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Διατηρούμε τη στρατηγική μας για επίτευξη alpha μέσω περιφερειακών τοποθετήσεων** σε γεωγραφικές περιοχές και κλάδους και επιλέγουμε να μην υιοθετήσουμε την επενδυτική «ευφορία».

4.2 ΗΠΑ: Υποεπενδεδυμένη θέση

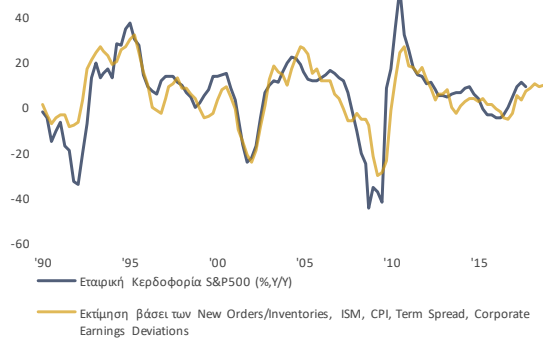
- Ο S&P500 συνέχισε να κατακτά **νέα ιστορικά υψηλά** και ο δείκτης μεταβλητότητας VIX να διατηρείται **σε χαμηλά επίπεδα**, καθώς οι επενδυτές εστιάζουν στις θετικές εξελίξεις τόσο σε μακρο όσο και σε μικρο επίπεδο.
- **Η πλειονότητα των πρόδρομων δεικτών της οικονομίας εξακολουθεί να διαμορφώνεται σε υψηλά επίπεδα**, με τη Fed να συνεχίζει την επιστροφή στην κανονικότητα. Επιπλέον της θετικής δυναμικής της οικονομίας, η κυβέρνηση Τραμπ προχωρεί στη φορολογική μεταρρύθμιση που είχε υποσχεθεί, **διαμορφώνοντας ένα πιο ευνοϊκό οικονομικό περιβάλλον** για τις επιχειρήσεις.
- Η **εταιρική κερδοφορία εκπλήσσει θετικά**, καθώς το Γ' τρίμηνο ξεπέρασε τις προσδοκίες της αγοράς, γεγονός που αναμένεται να συμβεί και το Δ' τρίμηνο. **Η φορολογική μεταρρύθμιση ώθησε τους αναλυτές να αναθεωρήσουν ανοδικά** τις εκτιμήσεις τους για το EPS του 2018 (διάγραμμα 3). Πλέον, οι εκτιμήσεις του consensus της αγοράς συγκλίνουν σε αύξηση EPS 15% για το 2018 ενώ, εάν αξιοποιήσουμε στατιστικό υπόδειγμα που χρησιμοποιεί εθνικούς λογαριασμούς, μακροοικονομικές μεταβλητές και την κλίση της καμπύλης των αποδόσεων αμερικανικών κρατικών ομολόγων, η εταιρική κερδοφορία αναμένεται να ενισχυθεί 11% (διάγραμμα 4), με τους πρόδρομους επιχειρηματικούς δείκτες (ISM) να συνεισφέρουν ιδιαίτερα θετικά.

3 | Πορεία εκτιμήσεων για EPS 2018 (rebased 2017)



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4 | Πορεία ετήσιου ρυθμού μεταβολής κερδών και εκτιμώμενου ρυθμού μεταβολής



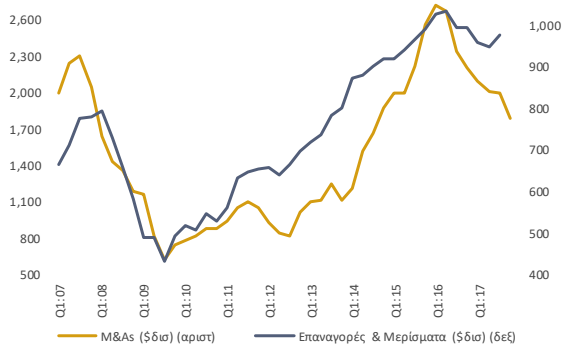
- **Οι αποτιμήσεις είναι ακριβές** (βλ. πίνακα 1), με τον S&P500 να διαπραγματεύεται περί του 30% υψηλότερα από τον μέσο όρο δεκαπενταετίας σε όρους Last12m P/E και P/BV, ενώ η κεφαλαιοποίηση του S&P500, ως ποσοστό του ΑΕΠ (διάγραμμα 5), απέχει ελάχιστα από το υψηλό του 1999. Οι **ακριβές αποτιμήσεις πιθανόν να λειτουργούν αποτρεπτικά για M&As**, καθώς το συνολικό ποσό που διατέθηκε σε οριζόντα έτους συνέχισε να περιορίζεται (διάγραμμα 6), ενώ αυξήθηκε το ποσό που διατέθηκε για επαναγορές και μερίσματα στο Γ' τρίμηνο έπειτα από ένα διάστημα περιορισμού.
- **Τα θεμελιώδη δείχνουν σημάδια βελτίωσης**, με τα ταμειακά διαθέσιμα να ανέρχονται σε ιστορικά υψηλά (\$1,69 τρισ.) και επιμέρους **δείκτες μόχλευσης να βρίσκονται στο καλύτερο σημείο τους από το Q4:15** (Net Debt / Ebitda 1,7x, Interest Coverage (ebitda) 10,5x), ωστόσο ο **εταιρικός καθαρός δανεισμός διαμορφώνεται σε ιστορικά υψηλά**.

5 | Κεφαλαιοποίηση S&P500/ΑΕΠ (ονομαστικό)



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6 | Επαναγορές & μερίσματα, M&As (12m rolling data)



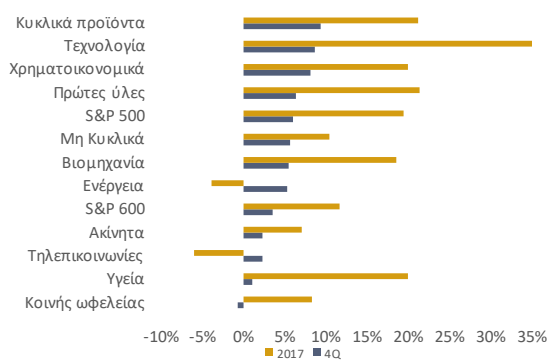
- **Η τεχνική εικόνα του S&P500 παραμένει πολύ θετική**. Η κίνηση του δείκτη είναι έντονα ανοδική, τόσο σε βραχυπρόθεσμο όσο και σε μεσοπρόθεσμο οριζόντα. Οι τεχνικοί δείκτες κινούνται ανοδικά και, παρ' όλο που ο RSI είναι σε υπεραγορασμένα επίπεδα, δεν φαίνονται ιδιαίτερα σημάδια ανησυχίας, εκτός του γεγονότος ότι βρισκόμαστε σε ιστορικά υψηλά.
- Η σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής της Fed, η άνοδος των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, σε συνδυασμό με μια υπερβολική πτώση του δολαρίου ή και μια υπερβολική ενδυνάμωση των εμπορευμάτων, θα προκαλούσε πληθωριστικές πιέσεις, αύξηση του κόστους του χρήματος και ουσιαστική επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος. Διατηρούμε **υποεπενδεδυμένη θέση** στις ΗΠΑ.



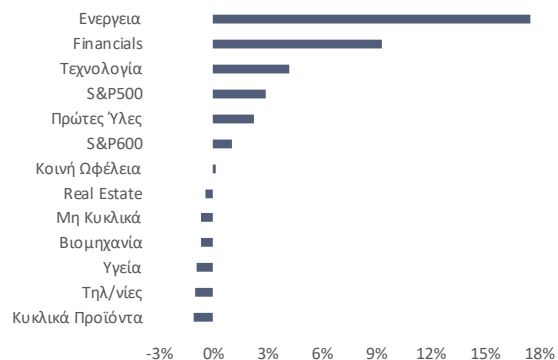
Υπερεπενδεδυμένη θέση σε κλάδο Χρηματοοικονομικών & Ενέργειας

- Το σύνολο των κλάδων ενισχύθηκε στη διάρκεια του Δ' τριμήνου, με τους growth κλάδους να καταγράφουν τα υψηλότερα κέρδη (κυκλικά προϊόντα, τεχνολογία, χρηματοοικονομικά, πρώτες ύλες), ενώ υστέρησαν οι αμυντικοί κλάδοι, απόρροια της ανόδου των αποδόσεων των δεκαετών κρατικών ομολόγων ΗΠΑ και των εταιρικών αποτελεσμάτων στο Γ' τρίμηνο.
- Χρησιμοποιώντας το Piraeus Equity Screening Model, το οποίο αξιολογεί τους κλάδους με bottom-up προσέγγιση, και το υπόδειγμα αποτίμησης και επιλογής κλαδικών μετοχικών επενδύσεων σύμφωνα με μακροοικονομικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία, **οι κλάδοι που συγκεντρώνουν την προτίμησή μας είναι τα χρηματοοικονομικά και η ενέργεια.**

7 | Αποδόσεις κλάδων S&P500



8 | Αναθεωρήσεις EPS2018 στο Q4:17



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Διατηρούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στην ενέργεια.** Ο κλάδος υποχώρησε 3,8% στη διάρκεια του 2017 παρόλο που το EPS% για το ίδιο έτος αναμένεται να διαμορφωθεί περί του 103%, ενώ το πετρέλαιο ενισχύθηκε με διψήφιο ποσοστό. Το 2018 **αναμένεται να παρουσιάσει τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης EPS μεταξύ των κλάδων** (βλ. πίνακα 2), με τους αναλυτές να **αναθεωρούν σημαντικά τις εκτιμήσεις για το EPS του 2018** στη διάρκεια του Δ' τριμήνου, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 8, με τον κλάδο να έχει επιπλέον έναν από τους υψηλότερους φορολογικούς συντελεστές μεταξύ των κλάδων. Η **ποιότητα των ισολογισμών έχει βελτιωθεί**, με τους δείκτες μόχλευσης να βρίσκονται στο καλύτερο σημείο τους από το Q4:15 (Net Debt / Ebitda 2,0x, Interest Coverage (ebitda) 10,1x) και το FCF να ανακάμπτει σημαντικά. Οι **αποτιμήσεις θεωρούνται ακριβές** σε απόλυτα μεγέθη, **ωστόσο οι εταιρείες προέρχονται από ζημιές** λόγω των χαμηλών τιμών πετρελαίου. Παράλληλα, ο κλάδος ενέργειας δεν έχει ενισχυθεί αντίστοιχα με την τιμή του πετρελαίου, με την **τεχνική εικόνα του κλάδου (S5ENRS) να είναι αρκετά θετική**, παρουσιάζοντας σημαντική βελτίωση σε σχέση με την προηγούμενη έκδοση της Επενδυτικής Στρατηγικής.
- **Διατηρούμε την υπερεπενδεδυμένη θέση στα financials.** Ο κλάδος υπεραπέδωσε έναντι της αγοράς στο τέλος του 2017, με τους καταλύτες για διατήρηση της τάσης να παραμένουν. Η **άνοδος των μακροχρόνιων επιτοκίων ευνοεί** την κερδοφορία του κλάδου, με τις εκτιμήσεις να συγκλίνουν σε αύξηση EPS 21,4%, από τα υψηλότερα της αγοράς, ενώ η **επικείμενη χαλάρωση του ρυθμιστικού πλαισίου συνεισφέρει στη μείωση του κόστους**. Η **ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών** δίνει τη δυνατότητα για πιο φιλική πολιτική προς τους μετόχους, με τις εκτιμήσεις να συγκλίνουν για **σημαντική αύξηση του μερίσματος** και για το 2018. Η **τεχνική**

εικόνα του κλάδου (S5FINL) παραμένει αρκετά θετική, παρουσιάζοντας βελτίωση σε σχέση με την προηγούμενη Επενδυτική Στρατηγική, λόγω ανοδικής κίνησης των τεχνικών δεικτών σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες αποτιμήσεων

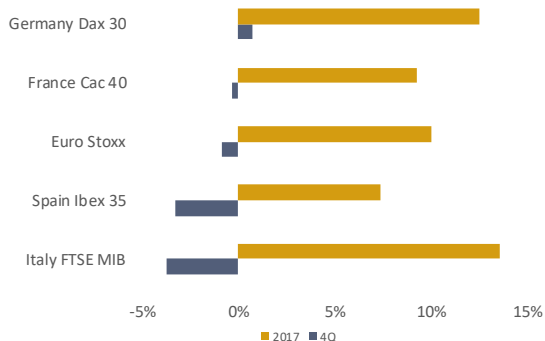
	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest	15y avg	Decile	Latest	15y avg	Decile	Latest	15y avg	Decile
	2017	2018	2017	2018	2017	2018	P/E	P/E	Κατανομής	P/BV	P/BV	Κατανομής	D/Y	D/Y	Κατανομής
Βιομηχανία	2,7%	8,1%	3,0%	3,9%	8,2%	-9,0%	22,55	16,83	10	5,04	3,09	10	1,9%	2,2%	2
Τεχνολογία	11,4%	17,1%	10,8%	15,1%	10,4%	9,3%	22,08	18,31	8	5,61	3,83	10	1,2%	1,1%	6
Μη Κυκλικά	4,8%	7,4%	2,0%	3,0%	7,6%	2,0%	21,37	17,99	10	4,85	4,24	8	2,7%	2,5%	5
Κυκλικά Πρ.	5,9%	17,7%	14,4%	16,4%	12,7%	8,9%	25,07	19,29	10	5,79	3,10	10	1,2%	1,3%	4
Υγεία	8,3%	6,5%	5,3%	6,5%	8,1%	6,9%	18,55	16,09	8	4,14	3,48	9	1,5%	1,8%	1
Ενέργεια	102,8%	22,8%	18,7%	5,5%	2,0%	2,9%	37,35	22,11	9	2,11	2,11	6	2,5%	2,3%	7
Financials	7,3%	21,4%	4,4%	3,1%	17,3%	17,4%	17,81	15,02	9	1,66	1,44	7	1,6%	2,2%	2
Πρώτες Ύλες	-4,5%	21,0%	39,4%	5,5%	-11,4%	5,2%	22,55	17,64	9	4,35	2,98	10	1,7%	2,1%	1
Κοινή Ωφέλ.	0,9%	5,8%	5,7%	3,9%	6,5%	6,6%	17,35	14,55	9	1,83	1,64	7	3,7%	4,0%	4
Τηλ/νίες	-0,1%	1,9%	-1,6%	0,8%	2,2%	2,0%	13,00	13,65	3	2,57	2,28	7	5,2%	5,1%	7
Real Estate	-9,0%	-0,9%	6,5%	6,9%	-7,0%	7,3%	17,98	18,37	3	3,02	2,37	8	3,5%	3,6%	6
S&P 600	13,1%	14,9%	8,5%	7,2%	0,3%	0,4%	23,95	18,37	10	2,19	1,86	8	1,6%	1,7%	4
S&P 500	10,4%	15,3%	8,1%	8,6%	8,4%	6,8%	21,12	16,11	10	3,45	2,57	10	1,8%	2,0%	2

Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Μειώνουμε τις θέσεις μας στη μικρή κεφαλαιοποίηση (S&P600) σε υποεπενδεδυμένη από ουδέτερη**, καθώς, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις, αναμένεται να υστερήσει για το 2018 έναντι του S&P500 σε ρυθμούς αύξησης EPS, πωλήσεων και μερίσματος, οι σχετικές αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές, ενώ προβληματίζει η επιδείνωση των δεικτών μόχλευσης για ex financials εταιρείες (Interest Coverage 5,0x έναντι μέσου όρου δωδεκαετίας 6,3x - Net Debt/Ebitda 2,5x έναντι μέσου όρου δεκαπενταετίας 1,6x).

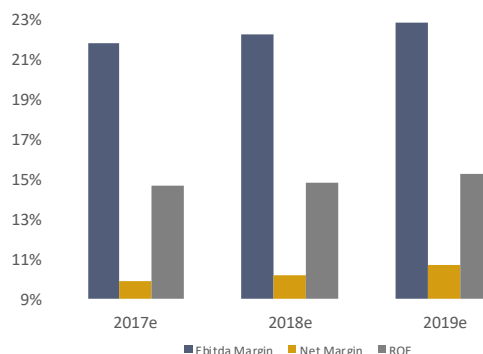
4.3 Ευρωζώνη: Υπερεπενδεδυμένη θέση

9 | Αποδόσεις κύριων αγορών Ευρωζώνης



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

10 | Πορεία περιθωρίων κέρδους και ROE



- Ο EuroStoxx υποχώρησε 0,90% στο Δ' τρίμηνο, με την περιφέρεια να δέχεται πιέσεις (Ισπανία Ibex35 (-3,3%), Ιταλία FTSE MIB (-3,7%)) και τον Dax30 να ενισχύεται 0,69%.
- **Η ευνοϊκή συγκυρία για την οικονομία διατηρείται**, με τις οικονομικές εκπλήξεις να οδηγούν σε θετική αναθεώρηση των προβλέψεων για τους ρυθμούς ανάπτυξης. Οι **πρόδρομοι δείκτες ανέρχονται σε υψηλά επίπεδα**, ενώ η συγχρονισμένη ανάπτυξη μεταξύ των χωρών της περιφέρειας και εκείνη του πυρήνα της Ευρωζώνης διευκολύνει τη χάραξη ενιαίας πολιτικής από την ΕΚΤ.
- Με τις εκτιμήσεις για την κερδοφορία να διαμορφώνονται σε αύξηση 8,6% για το 2018, **τα περι-**

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη κύριων αγορών & δείκτες αποτιμήσεων

	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest P/E	15y avg P/E	Decile Κατανομής	Latest P/BV	15y avg P/BV	Decile Κατανομής	Latest D/Y	15y avg D/Y	Decile Κατανομής
	2017	2018	2017	2018	2017	2018									
Dax - 30	16,0%	7,5%	3,2%	3,4%	8,5%	7,9%	15,17	13,80	8	1,83	1,54	9	2,7%	3,2%	3
Cac - 40	10,2%	6,7%	-0,1%	7,4%	3,4%	6,1%	16,13	13,42	9	1,65	1,55	7	3,0%	3,4%	3
Ibex - 35	15,5%	9,1%	6,8%	3,5%	-2,3%	7,6%	14,79	14,33	6	1,52	1,74	6	3,5%	4,5%	3
FTSE MIB	61,5%	18,7%	5,3%	3,4%	14,2%	7,3%	16,96	15,38	7	1,35	1,32	6	3,2%	4,0%	1
Euro Stoxx	20,8%	8,6%	3,0%	4,5%	3,1%	6,6%	16,76	14,19	9	1,78	1,61	7	2,9%	3,5%	2

Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Θώρα κέρδους αναμένεται να συνεχίσουν να βελτιώνονται την επόμενη διετία και τις εταιρείες να χρησιμοποιούν πιο αποτελεσματικά τα κεφάλαιά τους, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 10. Παράλληλα, οι αποτιμήσεις εμφανίζονται πιο ελκυστικές έναντι του S&P500, τόσο σε απόλυτα όσο και σε σχετικά μεγέθη, όπως εμφανίζεται στον πίνακα 1.

- Η συνολική τεχνική εικόνα του EuroStoxx επιβαρύνθηκε σημαντικά τον Δεκέμβριο λόγω της κίνησης σε στενό εύρος με συχνές εναλλαγές πρόσημου, ωστόσο από τις αρχές του έτους **η τεχνική εικόνα βελτιώθηκε** και η τάση είναι πάλι θετική.
- Στους κλάδους, **η ενέργεια αποτελεί την κύρια επιλογή μας**, καθώς αναμένεται να παρουσιάσει το 2018 τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης πωλήσεων μεταξύ των κλάδων (+14%), ενώ σε επίπεδο EPS οι αναλυτές εμφανίζονται συγκρατημένοι (+6,0%). Ωστόσο, ο κλάδος ενέργειας παρουσίασε την υψηλότερη θετική αναθεώρηση των εκτιμήσεων για το EPS 2018 μεταξύ των κλάδων, ενώ σε επίπεδο αποτιμήσεων έχει από τα υψηλότερα Last12m D/Y (4,2%) και χαμηλότερα P/E (16,31x).
- Στις επιμέρους αγορές μειώνουμε την έκθεση στον Dax30 και **υιοθετούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στον Ibex35**. Ο Ibex35 έχει υποαποδόσει το τελευταίο διάστημα, λόγω της πολιτικής αβεβαιότητας στην Καταλονία. Ωστόσο, η **ισπανική οικονομία αναπτύσσεται σταθερά με ρυθμούς άνω του 3%** την τελευταία διετία, από τους υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, με τον δείκτη να είναι από τους **πιο ελκυστικούς σε επίπεδο αποτιμήσεων**. Παράλληλα, μέσω της έκθεσης στον Ibex35 αποκτούμε μερική έκθεση στον τραπεζικό κλάδο της Ευρωζώνης, με τις ισπανικές τράπεζες να αναμένεται να συνεισφέρουν το 79% της ανόδου του EPS του δείκτη το 2018.
- Η **τεχνική εικόνα για την κλαδική και τη γεωγραφική μας προτίμηση είναι αρκετά θετική**.
- Διατηρούμε την **υπερεπενδεδυμένη θέση στην Ευρωζώνη**, καθώς η οικονομία διατηρεί τη θετική δυναμική της, **με κλαδική προτίμηση την ενέργεια και γεωγραφική επιλογή την Ισπανία**.



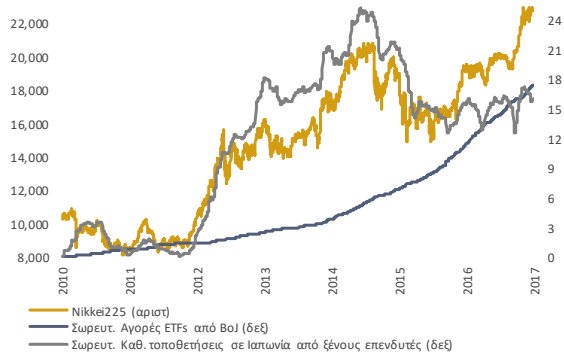
4.4 Ιαπωνία: Μείωση θέσης σε Ουδέτερη από Υπερεπενδεδυμένη

- Ο Nikkei225 κατέγραψε ιδιαίτερα υψηλά κέρδη στο Δ' τρίμηνο (+11,83%), απόρροια της θετικής δυναμικής της οικονομίας, των ανοδικών αναθεωρήσεων της κερδοφορίας, αλλά και των αγορών παρέμβασης μέσω ETF από την κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας.
- Η **BoJ θα συνεχίσει την εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης** στοχεύοντας στην επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού εντός του Α' εξαμήνου του 2019, ενώ **αναμένεται ο ρυθμός ανάπτυξης να επιβραδυνθεί ελαφρώς** το 2018. Παράλληλα, οι **εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2018 αναθεωρούνται ανοδικά** ενώ οι αποτιμήσεις **παραμένουν πιο ελκυστικές** έναντι των κύριων αγορών, όπως φαίνεται στον πίνακα 1.

11 | Πορεία Next12m EPS & ισοτιμίες έναντι Γεν



12 | Πορεία Nikkei225 και τοποθετήσεις σε ιαπωνικές μετοχές από ξένους επενδυτές και BoJ



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

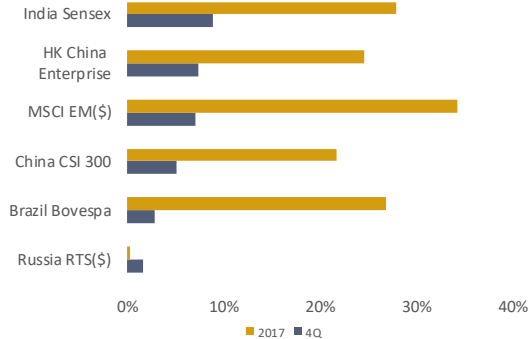
- **Ιστορικά**, η πορεία της ισοτιμίας του γεν έναντι των υπολοίπων νομισμάτων **επηρεάζει σημαντικά** τη μετοχική αγορά, ωστόσο υπήρξε μερική διαφοροποίηση στο Β' εξάμηνο του 2017. Εκτιμούμε ότι **το γεν πιθανόν να ενισχυθεί έναντι του δολαρίου** στο Α' τρίμηνο, επηρεάζοντας τον Nikkei225. Όπως φαίνεται στα διαγράμματα, η άνοδος του δείκτη βασίστηκε στις τοποθετήσεις σε ETFs από την κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας, ενώ οι εισροές για επενδύσεις από ξένους επενδυτές έχουν σταθεροποιηθεί. Λαμβάνοντας υπόψη τη συσχέτιση της ισοτιμίας USD/JPY και των εισροών από ξένους επενδυτές, η ενδυνάμωση του γεν **πιθανόν να δημιουργήσει εκροές από ξένους επενδυτές**, ενώ παράλληλα **η αγορά προετοιμάζεται για πιθανή σύσφιγξη της νομισματικής πολιτικής**.
- Η τεχνική εικόνα του Nikkei225 **είναι αρκετά θετική, αλλά υστερεί** σε σχέση με την προηγούμενη Επενδυτική Στρατηγική. Επιμέρους τεχνικοί δείκτες προϊδεάζουν για ηπιότερη ανοδική κίνηση ή και συσσώρευση, καθώς ο RSI κινείται αρκετό καιρό σε υπεραγορασμένα επίπεδα και παράλληλα ο MACD χάνει την ανοδική του ορμή.
- Τα παραπάνω μάς οδηγούν στην **υιοθέτηση ουδέτερης θέσης από υπερεπενδεδυμένη**.

4.5 Αναδυόμενες αγορές: Υπερεπενδεδυμένη θέση

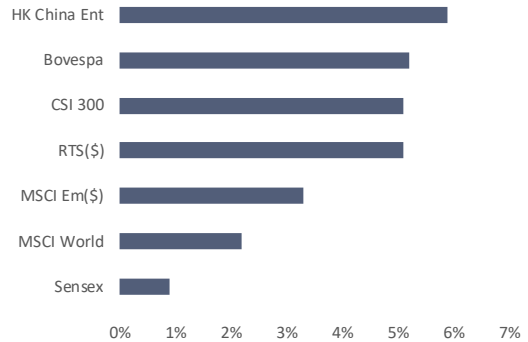
- Οι αναδυόμενες αγορές κατέγραψαν για 4ο συνεχόμενο τρίμηνο υψηλότερες αποδόσεις έναντι των αναπτυγμένων αγορών, με τον MSCI EM(\$) να ενισχύεται 7,09% έναντι 5,14% για τον MSCI Κόσμος. Από τις επιμέρους αγορές, Ινδία και Κίνα σημείωσαν τις υψηλότερες αποδόσεις.
- Τα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα στις αναδυόμενες αγορές **αναθεωρούνται θετικά**, με τις **εκτιμήσεις για την ανάπτυξη στις χώρες BRICS να δείχνουν επιτάχυνση** το 2018,



13 | Αποδόσεις κύριων αγορών



14 | Αναθεωρήσεις EPS2018 στο Q4:17



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

με αποτέλεσμα να διευρύνεται η απόκλιση του ρυθμού ανάπτυξης των αναδυόμενων έναντι των αναπτυγμένων οικονομιών.

- Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία στις αναδυόμενες αγορές συνεχίζουν να **αναθεωρούνται ανοδικά πιο έντονα** από τις αναπτυγμένες (διάγραμμα 14), με τις προσδοκίες για τους ρυθμούς ανάπτυξης το 2018 να είναι **σαφώς υψηλότερες για τις αναδυόμενες**, όπως φαίνεται στον πίνακα 4, ενώ οι **αποτιμήσεις είναι πιο ελκυστικές**. Παράλληλα, η τεχνική εικόνα του MSCI EM(\$) **παραμένει αρκετά θετική** με τους επιμέρους τεχνικούς δείκτες να συνεχίζουν να κινούνται ανοδικά.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη κύριων αναδυόμενων αγορών & δείκτες αποτιμήσεων

	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest P/E	15y avg P/E	Decile Κατανομή	Latest P/BV	15y avg P/BV	Decile Κατανομή	Latest D/Y	15y avg D/Y	Decile Κατανομή
	2017	2018	2017	2018	2017	2018									
MSCI World	13,9%	12,2%	7,6%	6,8%	7,0%	5,9%	19,52	16,19	10	2,82	2,24	10	2,2%	2,5%	3
MSCI EM(\$)	28,3%	12,8%	10,7%	8,4%	18,0%	22,1%	14,18	13,29	8	1,78	1,93	5	2,7%	2,9%	3
CSI 300	9,4%	9,5%	13,8%	9,0%	8,2%	6,8%	15,88	16,43	7	1,85	2,32	5	2,1%	2,3%	3
HK China Ent	8,6%	8,9%	13,1%	8,5%	7,2%	6,1%	9,66	11,52	5	1,14	1,75	3	3,2%	3,1%	4
Sensex	8,8%	19,8%	11,9%	11,5%	9,8%	13,6%	23,73	17,28	10	3,35	3,12	8	1,2%	1,6%	2
Bovespa	47,4%	12,9%	2,9%	4,0%	23,2%	21,1%	15,22	11,87	9	1,79	1,52	7	2,8%	3,7%	2
RTS(\$)	22,2%	16,6%	11,2%	5,7%	45,8%	24,2%	7,75	7,13	7	0,89	0,94	6	5,0%	3,4%	10

Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Διατηρούμε την υπερεπενδεδυμένη θέση μας** στις αναδυόμενες αγορές.

4.6 Κίνα: Υπερεπενδεδυμένη θέση

- Οι **υψηλοί ρυθμοί ανάπτυξης** της οικονομίας διατηρούνται στην Κίνα, μετά το 6,9% το 2017, με τις προσδοκίες για το 2018 να παραμένουν υψηλές (εκτιμήσεις για 6,4% - 6,6%). Η κερδοφορία διατηρεί το **θετικό momentum**, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 14, **το επενδυτικό ενδιαφέρον παραμένει**, όπως φαίνεται από τις εισροές σε A/K, ενώ οι αποτιμήσεις εμφανίζονται **πιο ελκυστικές σε σχέση** με τις υπόλοιπες αναδυόμενες αγορές.
- Η μικρή διόρθωση του δείκτη τον Δεκέμβριο διαμόρφωσε την τεχνική του εικόνα σε ουδέτερη, ωστόσο από τις αρχές του έτους **επανήλθε σε θετικό επίπεδο**.



05 ΟΜΟΛΟΓΑ

Οι αποδόσεις των Treasuries αυξήθηκαν, καθώς η Fed θα συνεχίσει τη σταδιακή επιστροφή στην κανονικότητα της νομισματικής πολιτικής της, μέσω της αύξησης του βασικού επιτοκίου. Ωστόσο, παρά τα θετικά οικονομικά στοιχεία, υπάρχουν ενδείξεις ότι μπορεί να χρειαστεί μια πιο σταδιακή μεταβολή της πολιτικής της από ό,τι προτίθεται. Αντίθετα, η ECB είναι πιο συγκρατημένη από όσο απαιτούν οι συνθήκες, αυξάνοντας τις πιθανότητες για σύγκλιση των αποδόσεων της Γερμανίας με αυτές των ΗΠΑ.

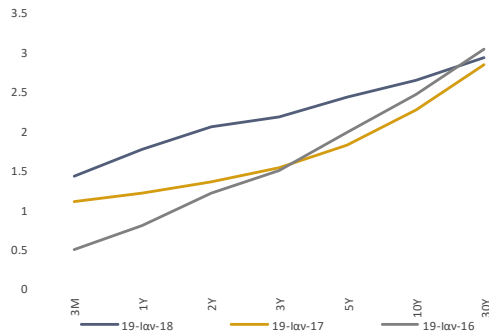
5.1 ΗΠΑ

- Σε σύμπνοια με την ιστορική τάση τους κατά τη διάρκεια οικονομικής επιτάχυνσης, οι αποδόσεις των ομολόγων ΗΠΑ κινούνται ανοδικά. Η απόδοση του δεκαετούς Treasury έχει ενισχυθεί κατά 60 μβ, πάνω από το 2,60%, από τις αρχές του Σεπτεμβρίου, και του διετούς κατά 80 μβ, υπερβαίνοντας το 2,00%. Παράλληλα με το βελτιούμενο οικονομικό περιβάλλον, τα πρακτικά της FED καταδεικνύουν ως πιθανότερο σενάριο άλλες τρεις αυξήσεις των επιτοκίων, ύψους 25 μβ η καθεμία, μέχρι το τέλος του 2018. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο, εναύσματα για τις πρόσφατες ανοδικές κινήσεις αποτέλεσαν οι πρώτες ενδείξεις για τη μεταβολή της νομισματικής πολιτικής σε άλλες κεντρικές τράπεζες, όπως της Ιαπωνίας (contagion) και οι φήμες ότι οι αρχές της Κίνας βρίσκουν λιγότερο ελκυστικά τα ομόλογα των ΗΠΑ και εξετάζουν το ενδεχόμενο μείωσης των τοποθετήσεων.
- Οι προσδοκίες των επενδυτών συνεχίζουν να αποκλίνουν από τις προβλέψεις της FED, καθώς αναμένουν μόνο δύο αυξήσεις των επιτοκίων μέχρι το τέλος του 2018. Ωστόσο παρουσιάζουν ενίσχυση σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, η οποία αντικατοπτρίζεται στην άνοδο των αποδόσεων, συγκλίνοντας πλέον και με τις δικές μας εκτιμήσεις. Σύμφωνα με το Bloomberg, η επόμενη αύξηση των επιτοκίων αναμένεται μέσα στο Α' τρίμηνο του 2018, ύψους 25 μβ στο 1,50% - 1,75%. Η θετική δυναμική της οικονομίας μαζί με την προοπτική των επιτοκίων συνηγορεί σε περαιτέρω άνοδο των αποδόσεων.
- Το forward rate για τη δεκαετή απόδοση του αμερικανικού κρατικού ομολόγου για το τέλος του 2018 διαμορφώνεται περίπου στο 2,70%. Το υπόδειγμά μας εκτιμά ότι η απόδοση στο τέλος του 2018 θα διαμορφώνεται στο 2,90%, καθώς εκτιμά ότι πρέπει να προστεθεί risk premium της τάξης των 20 μβ, κυρίως λόγω του πολύ υψηλού επιπέδου στο οποίο διαμορφώθηκε η πλειονότητα των πρόδρομων οικονομικών δεικτών.
- Η πιθανότητα έκπληξης για ενίσχυση των αποδόσεων πάνω από το 2,90% - 3,00%, είναι σχετικά μικρή, διότι (όπως αναφέρθηκε στην ενότητα της μακροοικονομικής ανάλυσης των ΗΠΑ) θα ασκηθεί αρνητική επίδραση στην αμερικανική οικονομία στο παρόν περιβάλλον χαμηλού ρυθμού ενίσχυσης της παραγωγικότητας και υψηλής δανειακής μόχλευσης των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων.
- Η εκτίναξη των αναγκών χρηματοδότησης ως ποσοστό του ΑΕΠ (διάγραμμα 2) θα μπορούσε να

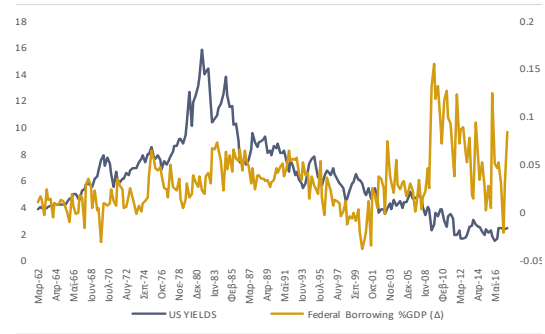


αποτελέσει αφορμή για υπερβολική άνοδο των αποδόσεων πάνω από το 3% με αρνητικές συνέπειες για την οικονομία και τις αγορές.

1 | Καμπύλη Αποδόσεων 10ετούς Ομολόγου ΗΠΑ



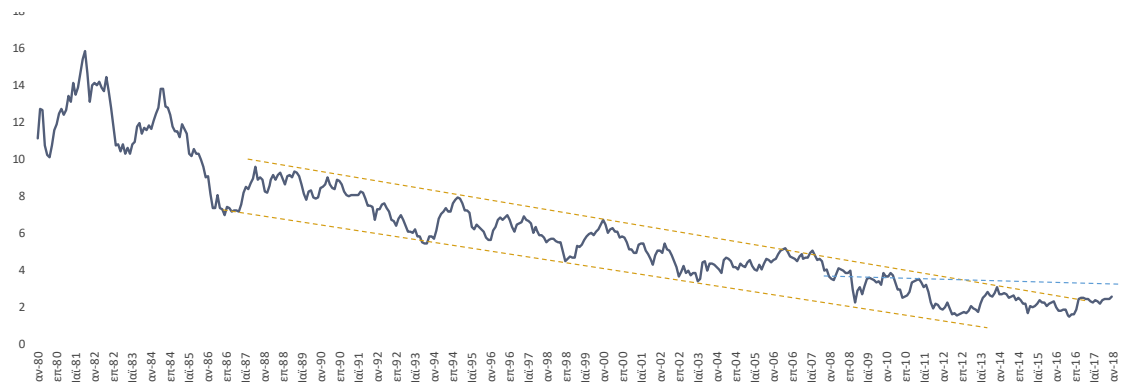
2 | Χρηματοδότηση ΗΠΑ ως προς % ΑΕΠ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων των Treasuries συνεχίζει να μειώνεται (flattening) (διάγραμμα 1), απεικονίζοντας τις προσδοκίες για αυξήσεις των επιτοκίων και την περιορισμένη μεσοπρόθεσμη ονομαστική ανάπτυξη. Το περιθώριο (spread) μεταξύ της απόδοσης του διετούς και δεκαετούς Treasury έχει συρρικνωθεί κατά 75 μβ περίπου, στις 50 μβ τον τελευταίο χρόνο (25 μβ στο τελευταίο τρίμηνο). Η τάση θα μπορούσε να προμηνύει μελλοντικό ρίσκο για επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ, παρά τις καθυστερημένες δηλώσεις της FED. Σε κάθε περίπτωση, η μείωση της καμπύλης συνάδει με τις χαμηλότερες προσδοκίες των καταναλωτών και των αγορών για τον πληθωρισμό (Univ. of Michigan Consumer Confidence Index, US IS 5Y/5Y).
- Αξίζει να αναφερθεί ότι η μακροπρόθεσμη ιστορική τάση της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου, λαμβάνοντας στοιχεία από το 1980, είναι πτωτική (διάγραμμα 3). Μετά την πρόσφατη άνοδο, η απόδοση της δεκαετίας τείνει να υπερβεί το άνω όριο του μακροπρόθεσμου εύρους διακύμανσης, η διάσπαση του οποίου πιθανά να σηματοδοτούσε το τέλος της μακροχρόνιας πτωτικής τάσης. Η επικείμενη αύξηση των επιτοκίων, σε συνδυασμό με την αυξημένη οικονομική δραστηριότητα και τον αυξημένο δανεισμό, καθιστούν το σενάριο πιθανό.
- Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα ομόλογα ΗΠΑ.

3 | Μακροπρόθεσμη Τάση Απόδοσης 10ετούς Ομολόγου ΗΠΑ



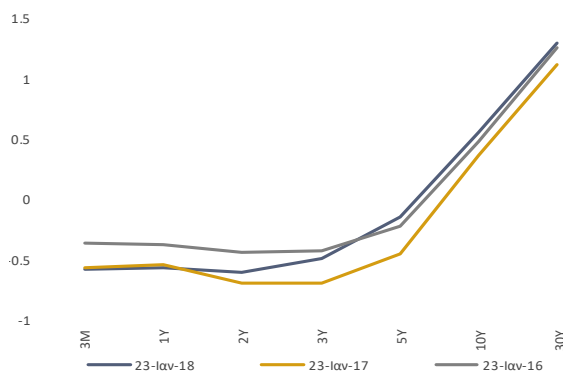
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



5.2 Ευρωζώνη

- Η βελτίωση της οικονομικής προοπτικής, μαζί με την εκτίμηση ότι η ECB θα περιορίσει τη διευκόλυνση της ρευστότητας, οδήγησε τις αποδόσεις των γερμανικών ομολόγων υψηλότερα στο τελευταίο τρίμηνο. Ειδικότερα, η απόδοση του δεκαετούς κρατικού ομολόγου (Bund) ενισχύθηκε κατά 28 μβ στο 0,58%, το υψηλότερο επίπεδο από τον Ιούλιο του 2017.
- Το forward rate για τη δεκαετή απόδοση του γερμανικού κρατικού ομολόγου για το τέλος του 2018 διαμορφώνεται περίπου στο 0,80%. Το υπόδειγμά μας εκτιμά ότι η απόδοση στο τέλος του 2018 θα διαμορφώνεται στο 1,10%, καθώς εκτιμά ότι πρέπει να προστεθεί risk premium της τάξης των 30 μονάδων βάσης κυρίως λόγω του πολύ υψηλού επιπέδου στο οποίο διαμορφώθηκε η πλειονότητα των πρόδρομων οικονομικών δεικτών και της ενίσχυσης των διεθνών τιμών ενέργειας.
- Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων των γερμανικών ομολόγων παραμένει ανοδική (steep) (διάγραμμα 3), αντικατοπτρίζοντας την προοπτική για πιο αργές κινήσεις από την ECB στη μεταβολή της πολιτικής της, αλλά και μια ανοδική τάση στις μεσοπρόθεσμες προσδοκίες για τον πληθωρισμό (EC Consumer Confidence Index, EUR IS 5Y/5Y).

3 | Καμπύλη Αποδόσεων 10ετούς Ομολόγου Γερμανίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

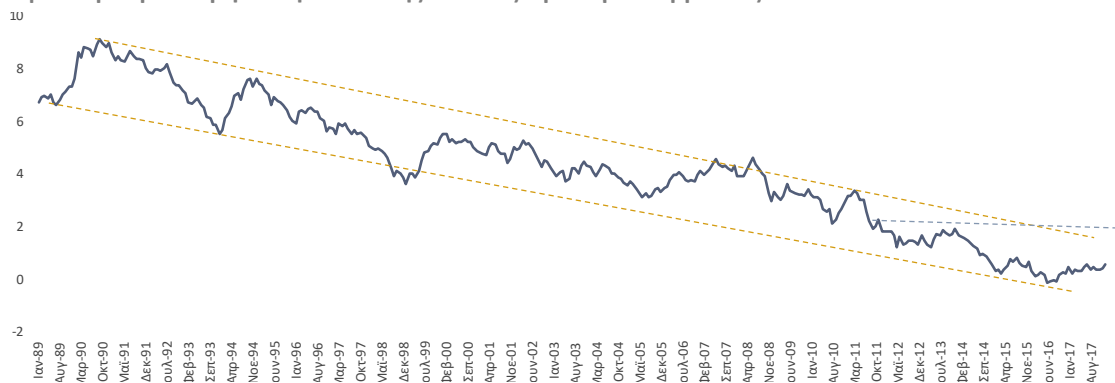
- Η εξομάλυνση του πολιτικού περιβάλλοντος στην Ευρωζώνη και η πρόοδος στη δημοσιονομική εικόνα των χωρών-μελών αποτελούν παράγοντες που συντελούν στο αίσθημα ευρωπαϊκής συνοχής. Ο συγχρονισμός στη φάση της ανάπτυξης του οικονομικού κύκλου που καταγράφεται στις χώρες της περιφέρειας της Ευρωζώνης με εκείνες του πυρήνα της Ευρωζώνης, εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να οδηγήσει σε μεγαλύτερη ενίσχυση των αποδόσεων των γερμανικών κρατικών ομολόγων, διότι θα μειώνεται σταδιακά ο χαρακτήρας του ασφαλούς επενδυτικού προορισμού που έχουν εντός των κρατικών ομολόγων των διαφόρων χωρών της Ευρωζώνης.
- Η διαφορά μεταξύ της απόδοσης δεκαετίας ΗΠΑ-Γερμανίας (spread) αυξήθηκε κατά 35 μβ περίπου στις 205 μβ, από τις αρχές του Δ' τριμήνου. Παρά τη διαφορά των παρεμβατικών επιτοκίων FED-ECB που αντικατοπτρίζεται στις αποδόσεις, θεωρούμε ότι το spread παραμένει υψηλό και δεν εκφράζει επαρκώς τη βελτιούμενη εικόνα της Ευρωζώνης. Η μεγάλη απόκλιση απορρέει από την καθοδήγηση της FED για πιο αποφασιστικές μελλοντικές κινήσεις συγκριτικά με την ECB.
- Στη συνάντηση του Ιανουαρίου, η ECB δεσμεύτηκε εκ νέου να κρατήσει τα επιτόκια στο τρέχον επίπεδο για μεγάλο χρονικό διάστημα και άφησε ανοιχτό το ενδεχόμενο αύξησης του ποσού ή της



διάρκειας του προγράμματος αγορών τίτλων (APP). Ωστόσο, υποβόσκουν οι φήμες ότι η ECB θα αλλάξει την ρητορική της στο Α' τρίμηνο. Μετά την πολύπλοκη και βαθιά κρίση της Ευρωζώνης, η ECB ίσως να είναι πιο διστακτική στην καθοδήγησή της από ότι απαιτούν οι συνθήκες. Συνεπώς, το ρίσκο είναι η ECB να επιταχύνει τη διαδικασία νομισματικής εξομάλυνσης περισσότερο από ό,τι δεσμεύεται προς το παρόν.

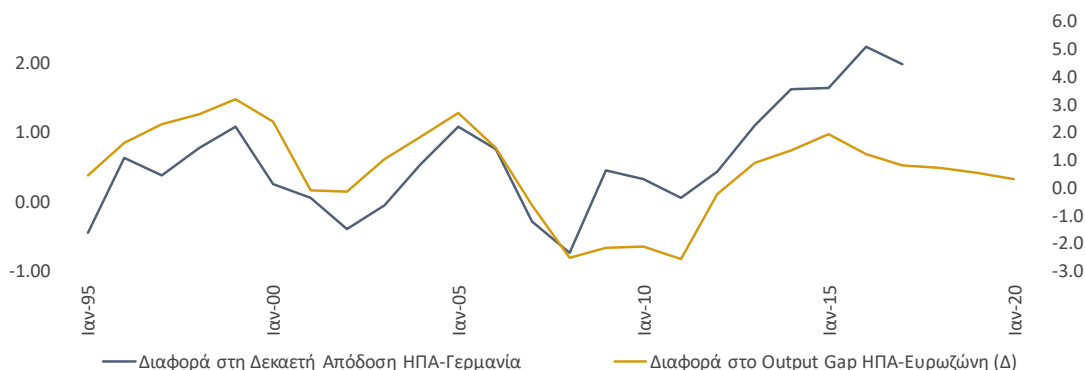
- Εξετάζοντας τη διαφορά που υφίσταται μεταξύ ΗΠΑ και Ευρωζώνης σε διάφορες μακροοικονομικές μεταβλητές (όπως είναι το κενό παραγωγής-output gap, ο ρυθμός ενίσχυσης του ονομαστικού ΑΕΠ, ο πληθωρισμός, οι βασικοί πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες κ.λπ.) εκτιμούμε ότι το ύψος στο οποίο διαμορφώνεται η διαφορά στη δεκαετή απόδοση μεταξύ ΗΠΑ και Γερμανίας (στις περίπου 200 μονάδες βάσης) δεν είναι διατηρήσιμο. Ειδικότερα, εκτιμούμε ότι είναι πιθανό η διαφορά να μειωθεί (στις 150 περίπου μονάδες βάσης), κυρίως λόγω της μεγαλύτερης ενίσχυσης που ενδεχομένως θα σημειωθεί στην απόδοση των γερμανικών κρατικών ομολόγων για τους λόγους που αναφέρθηκαν παραπάνω.

4 | Μακροπρόθεσμη Τάση Απόδοσης 10ετούς Ομολόγου Γερμανίας



- Όπως στην περίπτωση των ΗΠΑ, η μακροχρόνια τάση της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου της Γερμανίας είναι πτωτική (διάγραμμα 4). Στην περίπτωση της Γερμανίας, ωστόσο, απέχει ακόμα πολύ από το άνω όριο του μακροπρόθεσμου εύρους.
- Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα γερμανικά ομόλογα.

5 | Διαφορά στη 10ετή Απόδοση ΗΠΑ-Γερμανία & Διαφορά Output Gap ΗΠΑ - Γερμανία



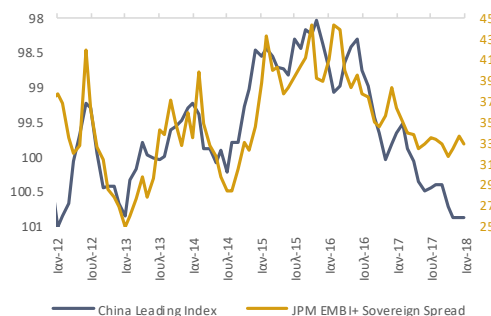
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



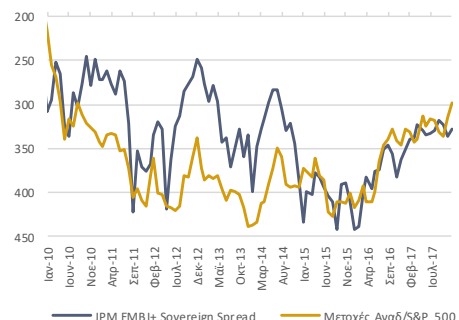
5.3 Κρατικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών

- Το 2017, τα κρατικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών απέφεραν κέρδη γύρω στο 10%, με τις εκδόσεις σε τοπικό νόμισμα να έχουν λίγο καλύτερη απόδοση λόγω της ανατίμησης των νομισμάτων αναδυόμενων αγορών έναντι του δολαρίου ΗΠΑ. Ωστόσο, το μεγαλύτερο μέρος της απόδοσης προήλθε από το carry, τάση που περιμένουμε να συνεχιστεί το 2018.
- Το spread των ομολόγων αναδυόμενων αγορών (J.P. Morgan EMBI Plus Sovereign) βρίσκεται στις 319 μβ, στα ίδια επίπεδα με τις αρχές Οκτωβρίου, αφού εκτινάχθηκε μέχρι τις 355 μβ τον Νοέμβριο. Ωστόσο, το duration έχει αυξηθεί κάνοντας λιγότερο ελκυστική την αποτίμηση. Από πλευράς θεμελιωδών, το υποτιμημένο δολάριο ΗΠΑ και η επιτάχυνση της Κίνας στηρίζουν το χρέος των αναδυόμενων αγορών. Στο διάγραμμα 6 αποτυπώνεται η υψηλή συσχέτιση του πρόδρομου δείκτη της Κίνας με το spread των κρατικών ομολόγων αναδυόμενων αγορών. Επίσης, αναμένουμε πρόσθετη στήριξη από την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων (βασικό εξαγωγικό είδος των αναδυόμενων αγορών), που καταγράφεται από τα τέλη του προηγούμενου έτους. Επιπλέον, η πορεία των spreads υπολείπεται της πορείας των μετοχών αναδυόμενων αγορών σε σχέση με εκείνη των αναπτυσσόμενων, όπως φαίνεται στο διάγραμμα 7.

6 | Spread Αναδυόμενων Αγορών & Πρόδρομος Δείκτης Κίνας (αντίστροφα το 2ο)



7 | Σχέση Spread Αναδυόμενων Αγορών & Πορείας Μετοχών Αναδυόμενων έναντι S&P 500



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Θεωρούμε ότι υπάρχουν περιθώρια περαιτέρω μείωσης του spread, λόγω της βελτίωσης των θεμελιωδών στοιχείων των αναδυόμενων οικονομιών, αλλά και της συγχρονισμένης παγκόσμιας ανάπτυξης. Ωστόσο, η αύξηση των επιτοκίων από τη Fed μειώνει τα περιθώρια πιθανής ανόδου. Επιπλέον, λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων (σε πολλές χώρες διενεργούνται εκλογές το 2018), υπάρχουν σημαντικές διαφοροποιήσεις μεταξύ των χωρών, οι οποίες πρέπει να λαμβάνονται υπόψη από τους επενδυτές. Επιπλέον, η μέση επενδυτική αξιολόγηση των 30 μεγαλύτερων αναδυόμενων οικονομιών έχει πέσει στο χαμηλότερο επίπεδο από το 2010, μετά τις υποβαθμίσεις του χρέους της Κίνας, της Βραζιλίας, της Τουρκίας, της Νότιας Αφρικής και άλλων χωρών.
- Το 2017 εισέρρευσε το ποσό-ρεκόρ \$68,9 δισ. σε Α/Κ και ETFs που επενδύουν σε ομόλογα αναδυόμενων αγορών και τα μέχρι στιγμής στοιχεία δείχνουν συνέχιση της τάσης το 2018. Ωστόσο, οι αυξανόμενες εκδόσεις (\$65 δισ. από την αρχή του έτους έναντι \$51 δισ. το ίδιο διάστημα πέρυσι) ενισχύουν την προσφορά, γεγονός που επηρεάζει αρνητικά τα spreads.
- Η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας στις αναδυόμενες αγορές (4,8% το 2018 έναντι 4,6% το 2017 με βάση το Bloomberg) και ο περιορισμός της νομισματικής πολιτικής από τα ιστορικά



χαμηλότερα επίπεδα (σε 5,5% το 2018 από 5,1% το 2017-μέσος όρος παρεμβατικών επιτοκίων, Bloomberg) θα οδηγήσουν σε ενίσχυση των νομισμάτων των αναδυόμενων αγορών.

- Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις αναδυόμενες αγορές, με το carry να είναι ιδιαίτερα ελκυστικό, ειδικά σε χώρες όπως η Αργεντινή, η Ρωσία, η Βραζιλία, το Μεξικό. Ωστόσο, οι αποτιμήσεις είναι σχετικά ακριβές και οι αυξήσεις επιτοκίων από την Fed αποτελούν κίνδυνο για το asset class. Προτιμούμε εκδόσεις σε τοπικό νόμισμα.

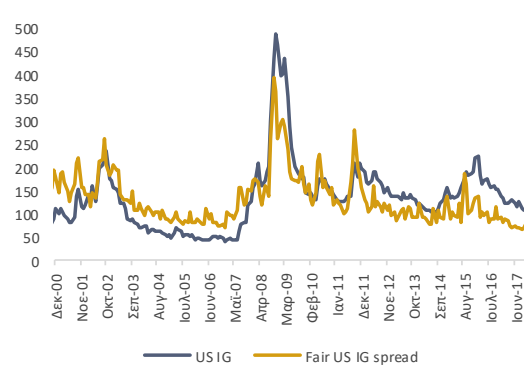
5.4 Εταιρικά ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης

- Το 2017, τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης κατέγραψαν κέρδη 2,4% στην Ευρώπη και 7,3% στις ΗΠΑ, και πλησίασαν τις αποδόσεις των ομολόγων High Yield, τα οποία σημείωσαν άνοδο 5,6% και 7,5% αντίστοιχα. Το spread στις ΗΠΑ έχει μειωθεί σε 106 μβ από 114 μβ και στην Ευρώπη έχει περιοριστεί σε 44 μβ από 50 μβ στις αρχές Οκτωβρίου (διάγραμμα 8). Η μέση διάρκεια (effective duration) έχει αυξηθεί στις ΗΠΑ (7,83 έναντι 7,77 στις αρχές Οκτωβρίου), ενώ μειώθηκε στην Ευρώπη (5,29 έναντι 5,33 στις αρχές Οκτωβρίου).
- Η ανάλυση των θεμελιωδών στοιχείων των εταιρειών δείχνει ότι οι δείκτες μόχλευσης βελτιώνονται στις ΗΠΑ (δείκτης S&P500) και λίγο περισσότερο στην Ευρωζώνη (δείκτης Eurostoxx). Στις ΗΠΑ, το Net Debt/EBITDA από 1,74x το 2Q17, διαμορφώθηκε σε 1,72x το 3Q17, και αντίστοιχα από 2,22x σε 1,96x στην Ευρωζώνη. Ο δείκτης κάλυψης τόκων (EBITDA) στις ΗΠΑ από 10,43x το 2Q17, διαμορφώθηκε σε 10,53x το 3Q17, και αντίστοιχα από 6,4x σε 6,8x στην Ευρωζώνη.

8 | Spreads IG ΗΠΑ & Ευρωζώνη και Μέσος Όρος



9 | Spread US IG & Δίκαιη τιμή με βάση τον δείκτη μεταβλητότητας μετοχών S&P 500 (VIX)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Ωστόσο, λαμβάνοντας υπόψη τα spreads και τον κίνδυνο (duration), τα εταιρικά ομόλογα ΗΠΑ εμφανίζονται πιο ελκυστικά από τα ομόλογα Ευρώπης, εκτίμηση που ισχύει και για τις εκδόσεις high yield. Καταλήγουμε στην υπεροχή των αμερικανικών ομολόγων έναντι των ευρωπαϊκών αν λάβουμε, επίσης, υπόψη τα επίπεδα των ευρωπαϊκών επιτοκίων και το γεγονός ότι η ΕΚΤ θα προχωρήσει σε περαιτέρω περιορισμό της νομισματικής πολιτικής (περιορισμός αγοράς ομολόγων κρατικών και εταιρικών), καθώς είναι σε πολύ πρώιμο στάδιο αναδίπλωσης της παροχής ρευστότητας σε σχέση με την Fed.
- Λαμβάνοντας υπόψη τη σχέση των spreads εταιρικών ομολόγων επενδυτικής αξιολόγησης με τη



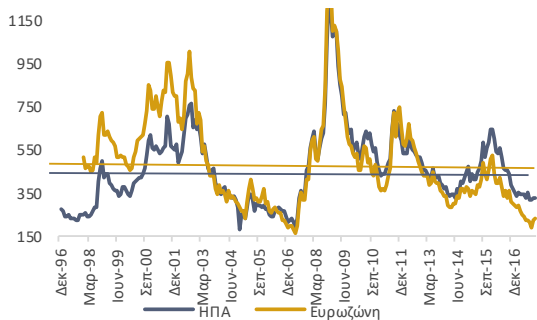
μεταβλητότητα των μετοχών των ΗΠΑ (διάγραμμα 9) και Ευρωζώνης, τα αμερικανικά spreads έχουν περιθώρια περαιτέρω συρρίκνωσης, ενώ τα ευρωπαϊκά είναι σε επίπεδα δίκαιης αποτίμησης. Το spread δίκαιης αποτίμησης με βάση τη μεταβλητότητα των μετοχών είναι 76 μβ για τις ΗΠΑ και 49 μβ στην Ευρωζώνη.

- **Μεταβάλλουμε τη θέση μας σε υποεπενδεδυμένη από ουδέτερη στα εταιρικά ομόλογα, διότι θεωρούμε υψηλές τις αποτιμήσεις, αλλά και λόγω της συσχέτισης τόσο με μετοχές όσο και με ομόλογα, ειδικά για την Ευρώπη. Προτιμούμε εταιρικές εκδόσεις ΗΠΑ. Επιλέγουμε, επίσης, εκδόσεις κυμαινόμενου επιτοκίου.**

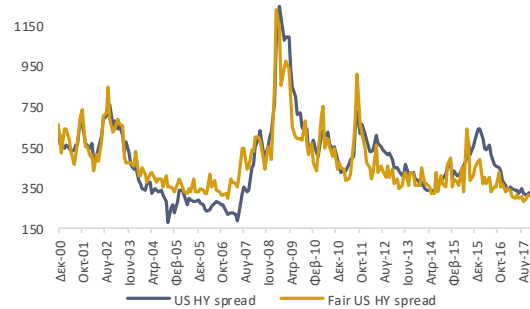
5.5 Εταιρικά ομόλογα μη επενδυτικής αξιολόγησης

- Οι αποδόσεις των ομολόγων μη επενδυτικής αξιολόγησης ξεπέρασαν τις αποδόσεις των ομολόγων επενδυτικής αξιολόγησης, με τα ομόλογα ΗΠΑ να οδηγούν την άνοδο έναντι των ευρωπαϊκών και στις δύο κατηγορίες.
- Τα spreads των ομολόγων μη επενδυτικής αξιολόγησης διευρύνθηκαν το Δ' τρίμηνο του 2017 και διαμορφώθηκαν στις 327μβ από 319 μβ στις ΗΠΑ και 232 μβ από 212 μβ στην Ευρώπη. Αντίθετα, αυξήθηκε ο κίνδυνος (effective duration), με αποτέλεσμα το spread ανά μονάδα κινδύνου να παραμείνει 0,5 και 1,2 τυπικές αποκλίσεις κάτω από τον ιστορικό μέσο όρο σε ΗΠΑ και Ευρώπη αντίστοιχα (διάγραμμα 10). Ωστόσο, παρατηρούμε διασπορά μεταξύ των εταιρειών, γεγονός που απαιτεί αναζήτηση εταιρειών με τους ποιοτικότερους ισολογισμούς.

10 | Spreads HY ΗΠΑ & Ευρωζώνη και Μέσος Όρος



11 | Spread US HY & Δίκαιη τιμή με βάση τον δείκτη μεταβλητότητας μετοχών S&P 500 (VIX)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Το ποσοστό χρεωκοπιών ομολόγων μη επενδυτικής αξιολόγησης παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα το 2017. Σύμφωνα με τη Moody's, στο τέλος Δεκεμβρίου διαμορφώθηκε σε 2,9%, αμετάβλητο από το προηγούμενο τρίμηνο, ενώ εκτιμάται ότι θα υποχωρήσει στο 2,4% στις ΗΠΑ και 1,2% στην Ευρώπη μέχρι το τέλος του 2018.



- Λαμβάνοντας υπόψη τη σχέση των spreads εταιρικών ομολόγων μη επενδυτικής αξιολόγησης με τη μεταβλητότητα των μετοχών των ΗΠΑ (διάγραμμα 11) και Ευρωζώνης, τα αμερικανικά spreads είναι σε επίπεδα δίκαιης αποτίμησης, ενώ τα ευρωπαϊκά θα πρέπει να διευρυνθούν για να βρεθούν στο επίπεδο δίκαιης αποτίμησης. Το spread δίκαιης αποτίμησης, με βάση τη μεταβλητότητα των μετοχών, είναι 313 μβ για τις ΗΠΑ και 273 μβ στην Ευρωζώνη.
- **Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα μη επενδυτικής αξιολόγησης λόγω ακριβών αποτιμήσεων και παράλληλα υποβαθμίζουμε περαιτέρω την περιοχή της Ευρώπης**, καθώς θεωρούμε ότι τα ευρωπαϊκά ομόλογα μη επενδυτικής αξιολόγησης είναι τα πιο ακριβά σε σχέση με το υπόλοιπο credit.



06

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

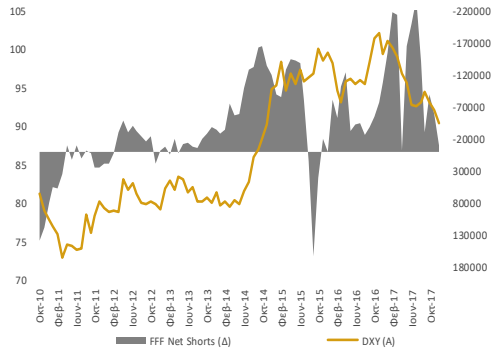
Παρά το ότι η FED βρίσκεται σε μια πορεία ανόδου των επιτοκίων και έχει σηματοδοτήσει μια σχετικά γοργή περαιτέρω άνοδο αυτών, το δολάριο παραμένει σε πτωτική τροχιά που οφείλεται εν μέρει στην ανοδική αναθεώρηση των προσδοκιών για την εκτός των ΗΠΑ οικονομική ανάπτυξη. Παράλληλα, η αγορά δεν ενστερνίζεται την αισιοδοξία της FED σχετικά με την πορεία των επιτοκίων και θεωρούμε ότι η οικονομία των ΗΠΑ δεν είναι έτοιμη να δεχθεί σημαντικά υψηλότερα επιτόκια και ένα δυνατό δολάριο λόγω δομικών αδυναμιών. Εκτιμούμε ότι η τάση πτώσης του δολαρίου δεν έχει ακόμα ολοκληρωθεί, με τις κερδοσκοπικές θέσεις να αποτελούν προάγγελο. Αναφορικά με τις βασικές ισοτιμίες, το EURUSD φαίνεται να έχει περιθώριο για περαιτέρω ενίσχυση, μακροπρόθεσμα, παρ' ότι προς το παρόν είναι υπεραγορασμένο. Είμαστε αρνητικοί για το USDJPY βραχυπρόθεσμα λόγω της αδυναμίας του δολαρίου και της βελτίωσης των οικονομικών δεικτών της Ιαπωνίας, αλλά θεωρούμε ότι έπεται διόρθωση μέχρι το τέλος του έτους. Τέλος, εκτιμούμε ότι το EUR/GBP έχει περιθώριο για περαιτέρω πτωτική διόρθωση, αλλά λιγότερο σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, λόγω της επιδείνωσης στη μακροοικονομική εικόνα της Μ. Βρετανίας.

6.1 Δολάριο ΗΠΑ

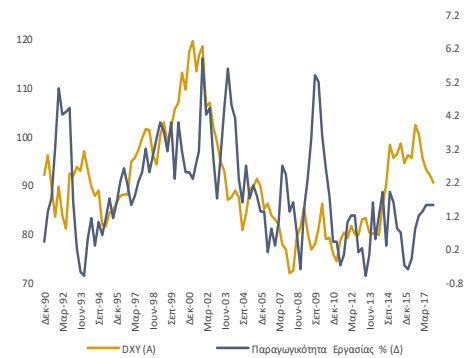
- **Παρά το ότι η FED παραμένει σταθερά σε μια πορεία ανόδου των επιτοκίων και έχει σηματοδοτήσει μια σχετικά γοργή περαιτέρω άνοδο αυτών, το δολάριο παραμένει σε μια πτωτική τροχιά** (-10% για το 2017 και -2% για τις πρώτες εβδομάδες του 2018, δείκτης DXY). Εν μέρει η εξέλιξη αυτή οφείλεται στην ανοδική αναθεώρηση των προσδοκιών για την εκτός των ΗΠΑ οικονομική ανάπτυξη. Συνολικά για το 2017 διαγράφεται μια θετική έκπληξη για την παγκόσμια ανάπτυξη της τάξης των 40 μβ σε σχέση με την αρχή του 2017 (στο 3,6%), ενώ για τις ΗΠΑ η ανάπτυξη αναμένεται κοντά στις αρχικές προσδοκίες, γύρω στο 2,3%. Για το 2018 είναι πιθανή μια περαιτέρω ανάλογη έκπληξη, καθώς οι αναλυτές (Bloomberg consensus) αναμένουν μικρή επιτάχυνση στην παγκόσμια ανάπτυξη στο 3,7% και γρηγορότερη στις ΗΠΑ (στο 2,6%).
- **Η αγορά δεν ενστερνίζεται την αισιοδοξία της FED σχετικά με την πορεία των επιτοκίων** για το 2018 και το 2019 (από 3 αυξήσεις). Στο διάγραμμα 1 παρατηρούμε τη συνδιακύμανση του δείκτη DXY με τις καθαρές κερδοσκοπικές θέσεις short στα FED Funds Futures (αναμενόμενη άνοδος των επιτοκίων προκαλεί πτώση στα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης). Παρατηρούμε ότι η κίνηση του δολαρίου προς το 100 ακολουθήθηκε με πάνω από 200.000 συμβόλαια short, ενώ τώρα η αγορά είναι, πλέον, σχεδόν neutral. **Η εξέλιξη αυτή συνηγορεί και με τις απόψεις μας ότι η οικονομία των ΗΠΑ δεν είναι έτοιμη ακόμα να δεχτεί σημαντικά υψηλότερα επιτόκια και ένα δυνατό δολάριο** λόγω δομικών αδυναμιών. Για παράδειγμα, η παραγωγικότητα της εργασίας αναπτύσσεται με ρυθμούς κάτω του 2% (διάγραμμα 2), μειώνοντας την ανταγωνιστικότητα της οικονομίας και τη δυνατότητα να υποστηρίξει υψηλό κόστος χρήματος. Η πτώση του επιτοκί-



1 | Δολάριο & Θέσεις Short FF Futures



2 | Δολάριο & Παραγωγικότητα Εργασίας ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

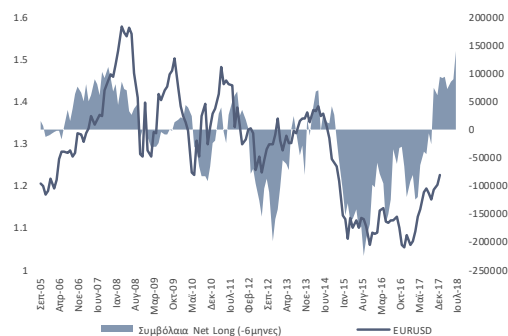
ου ισορροπίας, που αναφέρθηκε στο κεφάλαιο 2.1, συνδέεται και με την αδύναμη παραγωγικότητα μετά από την κρίση του 2009. Επίσης, παρά την επιτάχυνση της ανάπτυξης στις ΗΠΑ, το ονομαστικό εισόδημα αναπτύσσεται βραδύτερα από την προσφορά χρήματος. Η αυξημένη προσφορά χρήματος σε σχέση με το ΑΕΠ συνδικάζεται με υποτιμητικές τάσεις στο εγχώριο νόμισμα.

- **Οι εξελίξεις αυτές έχουν οδηγήσει σε μια σημαντική αύξηση των short θέσεων στο δολάριο.** Λόγω αυτού, θα μπορούσε να υποστηριχτεί ότι οι παράγοντες αυτοί είναι προεξοφλημένοι. Στα περαιτέρω θα αναδείξουμε ότι, αντίθετα, η τάση της πτώσης του δολαρίου δεν έχει ακόμα ολοκληρωθεί και ότι οι κερδοσκοπικές θέσεις είναι προάγγελος περαιτέρω πτώσεων, καθώς η παγκόσμια οικονομία θα συνεχίσει να εκπλήσσει θετικά και οι αγορές θα προεξοφλούν νομισματική σύσφιξη εκτός των ΗΠΑ. Παράλληλα, είναι πιθανόν σταδιακά η αγορά να ενσωματώνει και ένα risk-premium στο δολάριο, το οποίο να συνδέεται με τις μη «συμβατικές» πολιτικές και προσεγγίσεις της νέας διακυβέρνησης.

6.2 EURUSD

- Οι πιέσεις στο EURUSD ήταν παροδικές στο προηγούμενο τρίμηνο, καθώς η αγορά ίσως από τώρα να προεξοφλεί μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική από την ΕΚΤ, ενώ και το δολάριο συνεχίζει να παραμένει γενικά υπό πίεση. Οι κερδοσκοπικές καθαρές θετικές τοποθετήσεις (net-long) στο EURUSD έχουν αυξηθεί κατά 47% το τελευταίο τρίμηνο (διάγραμμα 3). **Εκτιμούμε μια σημαντική θετική συσχέτιση της ισοτιμίας, σε ορίζοντα 6 μηνών, με τις θέσεις αυτές.**

3 | EURUSD & Net Long Θέσεις



4 | EURUSD & Εκτίμηση



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



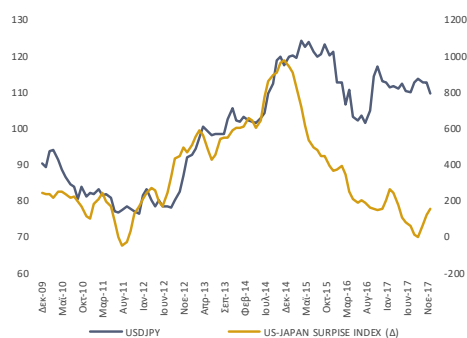
- Πάρα το ότι τα στοιχεία στην Ευρωζώνη έχουν εκπλήξει θετικά με ρυθμούς ανάπτυξης ανάλογους με αυτούς των ΗΠΑ, η αγορά των ομολόγων και εμμέσως και του συναλλάγματος δεν έχει προεξοφλήσει επαρκώς τις εξελίξεις αυτές. Τα spread τόσο στη διετία όσο και τη δεκαετία βρίσκονται πάνω από τις 200 μβ σε απόκλιση από τα θεμελιώδη. Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη έκδοση (Δ' τρίμηνο 2017) πιθανώς στο δεύτερο μισό του 2018, καθώς η ΕΚΤ θα σηματοδοτεί εντονότερα την έξοδο από το QE και την αύξηση του deposit rate, αναμένουμε μια συρρίκνωση των spreads με το δεκαετές να συγκλίνει προς τις 120 μβ. Η κίνηση αυτή είναι συμβατή με μια ισοτιμία γύρω στο 1,23.
- **Ενσωματώνοντας τις προβλέψεις μας για τα spreads και τις net long θέσεις (διάγραμμα 4) εκτιμούμε μια δίκαιη τιμή για το EURUSD με στόχο το 1,28.** Έτσι, ένα περιβάλλον όπου οι δυο οικονομίες θα διατηρούν την παρούσα δυναμική, με πιθανόν θετικές εκπλήξεις στον ευρωπαϊκό πληθωρισμό (άνοδος τις τιμές του πετρελαίου) και άνοδο των ευρωπαϊκών επιτοκίων, θα συνηγορούσε σε μια αύξηση των τοποθετήσεων σε ευρώ τόσο από θεσμικούς επενδυτές όσο και από κεντρικές τράπεζες, των οποίων τα αποθέματα σε ευρώ έχουν πέσει στο 20% από το 28% πριν από 10 χρόνια περίπου.
- **Στα παρόντα επίπεδα (1,23) η ισοτιμία έχει ήδη προεξοφλήσει πολλά θετικά νέα:** Τα δεκαετή spread της τάξης των 200 μβ θα αναλογούσαν σε μια ισοτιμία χαμηλότερη του 1,15. Επίσης, λαμβάνοντας υπόψη μια σειρά από αλλά σχετικά οικονομικά στοιχεία μια «δίκαιη» τιμή θα υπολογίζεται γύρω στο 1,18. (από 1,16 πριν από 3 μήνες, καθώς παρατηρούμε σχετική βελτίωση των οικονομικών στοιχείων στην EZ). Οι τιμές εξίσωσης αγοραστικής αξίας είναι στο 1,33 (OOSΑ) και 1,16 (Bloomberg). **Κίνδυνοι για το ευρώ βρίσκονται κυρίως στο πολιτικό μέτωπο** και σε παράγοντες όπως οι ιταλικές εκλογές που θα μπορούσαν να αναδείξουν εκ νέου τις δομικές ατέλειες της Ευρωζώνης (μη οικονομική ολοκλήρωση).
- Τεχνική εικόνα: Εάν και σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα η ισοτιμία είναι σχετικά υπεραγορασμένη, συνολικά η εικόνα είναι πολύ θετική και σε μέσομακροπρόθεσμο ορίζοντα η τάση παραμένει ανοδική.
- Αν και ο ρυθμός των οικονομικών εκπλήξεων της EZ έναντι των ΗΠΑ έχει επιβραδυνθεί, θεωρούμε ότι και η διατήρηση της παρούσας σχετικής δυναμικής των δυο οικονομιών για σχετικά μεγάλο διάστημα θα ήταν ικανή να συντηρήσει ένα θετικό κλίμα για το ευρώ μέχρι να αποκατασταθούν οι ισορροπίες στην αγορά ομολόγων (σύγκλιση των spreads). **Για το 2018, αναμένουμε ανοδικές τάσεις στη ζώνη 1,2080-1,2960 με στόχο για το τέλος του 2018 το 1,28.** Σημαντική αντίσταση είναι πιθανή στην περιοχή του 1,25.

6.3 USDJPY

- **Η αδυναμία του δολαρίου εναντίον του γεν είναι αξιοπρόσεκτη, καθώς η Τράπεζα της Ιαπωνίας αναμένεται να είναι η τελευταία από τις βασικές κεντρικές τράπεζες που θα εξέλθει των πολιτικών νομισματικής χαλάρωσης.** Μια εξήγηση είναι ότι, όπως φαίνεται και από το διάγραμμα 5 στην επόμενη σελίδα, από την αρχή του 2015 και μετά παρουσιάζεται μια τάση σχετικών θετικών οικονομικών εκπλήξεων στην Ιαπωνία (έναντι των ΗΠΑ), τις οποίες η αγορά αγνόησε, καθώς επικεντρωνόταν στις προσδοκίες για έξοδο της FED από τις στρατηγικές ποσοτικής χαλάρωσης με παράλληλη ενδυνάμωση αντίστοιχων πολιτικών από την Τράπεζα της Ιαπωνίας. Αναφέρουμε χαρακτηριστικά ότι μέσα στο 2017 οι προσδοκίες για την ανάπτυξη της Ιαπωνίας το 2018 αυξήθηκαν από το 0,9% στο 1,3%, ενώ αντίστοιχα για τις ΗΠΑ από το 2,3% στο 2,6%.

- Η πρόσφατη κίνηση της ισοτιμίας προς το 110 φέρνει την ισοτιμία σε λογικά επίπεδα σε σχέση με την πιο μεσοπρόθεσμη συσχέτιση της με το δεκαετές spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας (διάγραμμα 6). Παράλληλα, εκτιμούμε ότι τελικά η διαφορά αυτή είναι δυνατό να μετακινηθεί υπέρ των ΗΠΑ και όχι υπέρ της Ιαπωνίας, δεδομένων των σχετικών ρυθμών ανάπτυξης των οικονομιών. Επίσης, οι διαφορές αυτές τώρα έχουν αρχίσει να προσεγγίζουν ανοδικά (όπερ των ΗΠΑ) τους μακροχρόνιους μέσους όρους (210 μβ στη διετία και 254 μβ στη δεκαετία). Όπως στο ευρώ, έτσι και στο γεν οι κερδοσκοπικές θέσεις είναι short για το δολάριο, με τη διαφορά ότι εδώ οι θέσεις αυτές ιστορικά σηματοδοτούν αλλαγή τάσης και δεν έχουν αντίστοιχη προβλεπτική ικανότητα. Μια άσκηση που συμπεριλαμβάνει τις θέσεις αυτές αλλά και την πορεία του δεκαετούς spread (με άνοδο 20 μβ υπέρ των ΗΠΑ μέσα στο 2018) θα συνηγορούσε αρχικά σε μια παροδική μόνο ενδυνάμωση του γεν κάτω από το 110 και μετά σε μια κίνηση προς το 118 προς το τέλος του 2018.

5 | USDJPY & Δείκτης Σωρευτικών Εκπλήξεων



Ο δείκτης αυτός κατασκευάζεται ως το σωρευτικό άθροισμα της διαφοράς των αντιστοιχών δεικτών οικονομικών εκπλήξεων της Citigroup

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6 | USDJPY & 10-ετες spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας



- Λαμβάνοντας υπόψη μια σειρά από αλλά σχετικά οικονομικά στοιχεία, μια «δίκαιη» τιμή θα υπολογίζεται γύρω στο 118 (από 116 πριν από 3 μήνες κυρίως λόγω της διεύρυνσης των spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας). Οι τιμές εξίσωσης αγοραστικής αξίας είναι στο 100 (ΟΟΣΑ) και 86 (Bloomberg).
- Η τεχνική εικόνα του USDJPY είναι θετική μεσοπρόθεσμα και αρνητική βραχυπρόθεσμα. **Για το 2018 αναμένουμε αρχικά μια ενδυνάμωση του γεν προς το κάτω μέρος του εύρους 102-118** κυρίως λόγω αδυναμίας του δολαρίου, αλλά και ενσωμάτωσης των προσφάτων θετικών ιαπωνικών εκπλήξεων. Παράγοντες που έχουν να κάνουν με τη μακροχρόνια δυναμική των οικονομιών θα συνηγορούσαν σε μια **σύγκλιση προς το 112 στο τέλος του έτους**.

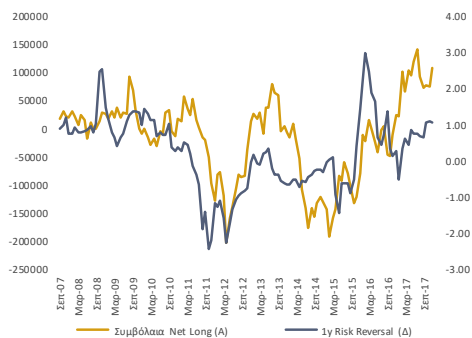
6.4 EURGBP

- Συνδυάζοντας τις καθαρές (αγορά futures) θέσεις short USDGBP και USDEUR κατασκευάζουμε έμμεσα την καθαρή θέση μεταξύ EUR και GBP. **Η θέση αυτή είναι σημαντικά long υπέρ του ευρώ, όχι όμως λόγω αρνητικών θέσεων του δολαρίου έναντι της στερλίνας, αλλά λόγω σημαντικά υψηλότερων longs στο ευρώ.** Έχουμε διαπιστώσει ότι οι θέσεις αυτές έχουν πολύ μικρότερη προβλεπτική ικανότητα (για 2 μήνες μπροστά). Στο διάγραμμα 7 στην επόμενη σελίδα, αντιπαραβάλλουμε τις θέσεις αυτές με θέσεις που προέρχονται από την αγορά των ορτισιών και αποτελούν τη διαφορά «στοιχημάτων» για άνοδο της ισοτιμίας EURGBP, μείον αυτών για πτώση σε οριζόντια έτους (risk reversals). Παρατηρούμε ότι, σε αντίθεση με άλλες ισοτιμίες, πρό-

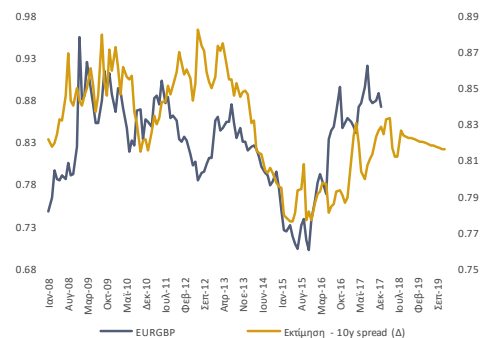


σφατα η συσχέτιση έχει διασπαστεί. Καθώς η αγορά options αφορά άμεσα στοιχήματα στο EUR-GBP και το ρίσκο αφορά στην ουσία ένα γεγονός (το Brexit), δίνουμε πιο πολύ βάρος στην αγορά των options, η οποία υποδεικνύει μια ενδυνάμωση της στερλίνας, που θα υποδήλωναν μια μείωση των (έμμεσων) net longs στο ευρώ από τα 110.000 στα 5.000 συμβόλαια.

7 | Τοποθετήσεις Αγορών Παραγώγων



8 | EURGBP & 10 ετες spread Γερμανίας-Η.Β.



- Τα οικονομικά στοιχεία εκπλήσσουν προσφάτως θετικά προς τη μεριά της Ευρωζώνης, αλλά η συμπεριφορά της ισοτιμίας το τελευταίο διάστημα επιβεβαιώνει τη θέση μας ότι στο στάδιο αυτό τα νέα αυτά είναι προεξοφλημένα. Έτσι, ενώ από τον Φεβρουάριο του 2017 παρατηρούμε μια σημαντική θετική έκπληξη στα στοιχεία της ΕΖ έναντι του Η.Β., η ισοτιμία παραμένει εντός εύρους με σχετική πτωτική τάση, διασπώντας μάλιστα και τον κ.μ.ό. των 200 ημερών.
- Οι πληθωριστικές πιέσεις στο Η.Β. έχουν οδηγήσει σε μια πιθανότητα περαιτέρω ανόδου των επιτοκίων (πιθανότητα 75% για μια αύξηση από την Τράπεζα της Αγγλίας το 2018 έναντι 40% για την ΕΚΤ), με αποτέλεσμα τη συρρίκνωση του διευτούς spread Γερμανίας-Η.Β. κατά 12 μβ και 10 μβ του δεκαετούς από την αρχή του 2018. Στο διάγραμμα 8 παρατηρούμε ότι στα παρόντα επίπεδα του δεκαετούς spread το EURGBP παραμένει ακριβό, ενώ μια περαιτέρω πιθανή πτώση κατά 10 μβ θα οδηγούσε τη δίκαιη τιμή από 0,82 στο 0,81. Ενσωματώνοντας όμως μια σχετικά αργή βελτίωση του κλίματος για τη στερλίνα (σύμφωνα με τις ενδείξεις των risk-reversals), εκτιμούμε μια ηπιότερη διόρθωση προς το 0,84.
- Λαμβάνοντας υπόψη μια σειρά από αλλά σχετικά οικονομικά στοιχεία, υπολογίζουμε μια «δίκαιη» τιμή γύρω στο 0,86 (από 0,85 πριν από 3 μήνες, καθώς παρατηρούμε σχετική επιδείνωση των οικονομικών στοιχείων στη Η.Β.). Οι τιμές εξίσωσης αγοραστικής αξίας είναι στο 0,93 (ΟΟΣΑ) και 0,86 (Bloomberg).
- Η τεχνική εικόνα του ευρώ σε σχέση με την στερλίνα έχει επιδεινωθεί πρόσφατα και κρίνεται συνολικά αρνητική. Η βασική μας θέση παραμένει ότι η ισοτιμία EURGBP έχει ήδη ενσωματώσει ένα σημαντικό risk premium, έτσι ώστε να καλύψει τις πιθανές μελλοντικές επιπτώσεις του Brexit και παραμένει ακριβή, λιγότερο ακριβή, ωστόσο, δεδομένης της επιδείνωσης των οικονομικών στοιχείων στο Η.Β., που συνηγορεί σε εγρήγορση σχετικά με υπάρχουσες long τοποθετήσεις στη στερλίνα. Αναμένουμε διακύμανση στη ζώνη 0,83-0,90 με σημαντική στήριξη στην περιοχή του 0,87.



07

ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

Οι αποδόσεις των επιμέρους κατηγοριών εμπορευμάτων διαφοροποιήθηκαν σημαντικά το 2017. Ωστόσο, συνολικά τα εμπορεύματα υποαπέδωσαν, αν λάβουμε υπόψη την άνοδο των μετοχών στις αναδυόμενες αγορές και την υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ.

Περιμένουμε να υπεραποδώσουν το 2018.

- Το 2017, τα εμπορεύματα (δείκτης Goldman Sachs Commodities Total Return) είχαν απόδοση 5,8%. Ωστόσο, παρατηρούμε σημαντική διαφορά στις αποδόσεις των τεσσάρων διαφορετικών κατηγοριών. Τα αγροτικά προϊόντα υποχώρησαν 12%, καθώς αυξήθηκαν σε ιστορικά υψηλά τα αποθέματα, ενώ τα βασικά μέταλλα ενισχύθηκαν 28% εν μέσω της συγχρονισμένης παγκόσμιας ανάπτυξης. Στο ενδιάμεσο των αποδόσεων βρέθηκαν η ενέργεια (-5%) και τα πολύτιμα μέταλλα (10%).
- Πιστεύουμε ότι η άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων που καταγράφεται από τον Ιούνιο του 2017 θα συνεχιστεί το 2018, διότι η παγκόσμια οικονομία ενισχύεται (3,7% το 2017 και το 2018) και πιο συγκεκριμένα η οικονομία της Κίνας (βασικός εισαγωγέας εμπορευμάτων) αναμένεται να μεγεθυνθεί κατά 6,5%, και το δολάριο ΗΠΑ αναμένεται να παραμείνει υποτιμημένο, κάνοντας φθηνότερη την αγορά εμπορευμάτων. Επιπλέον, η απόδοσή τους υπολείπεται σημαντικά της απόδοσης των μετοχών των αναδυόμενων αγορών (βλ. διάγραμμα 1), αλλά και της υποτίμησης του δολαρίου ΗΠΑ.
- Επίσης, το γεγονός ότι η καμπύλη των περισσότερων εμπορευμάτων έχει γυρίσει σε backwardation εξασφαλίζει στο asset class επιπλέον απόδοση από την μετακύλιση των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης (roll yield).
- Συμπερασματικά, **αυξάνουμε την υπερεπενδεδυμένη θέση που διατηρούμε στα εμπορεύματα από το Δ' τρίμηνο του 2017.**

1 | Εμπορεύματα & Μετοχές Αναδυόμενων Αγορών



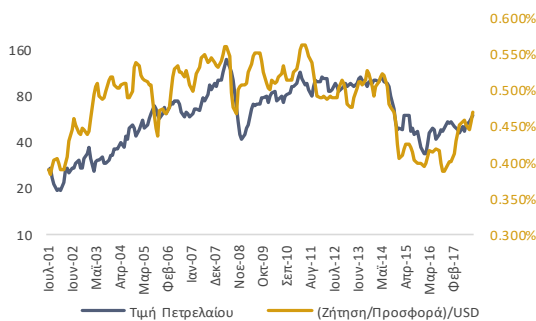
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



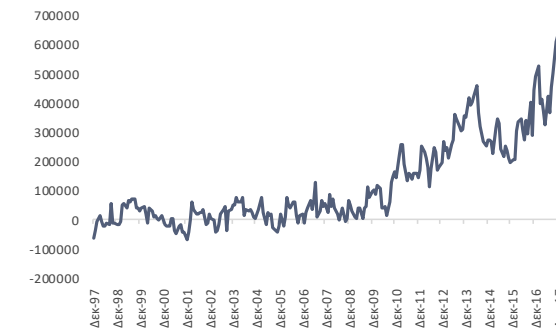
7.1 Πετρέλαιο

- Η τιμή του πετρελαίου υποχώρησε 20% το πρώτο μισό του 2017, αλλά στη συνέχεια αντιστράφηκε η πορεία της και σημείωσε άνοδο 52% μέχρι τα τέλη του έτους. Έτσι, από \$42 τον Ιούνιο, το WTI σήμερα διαπραγματεύεται γύρω στα \$65.
- Τα θεμελιώδη στοιχεία είναι υποστηρικτικά για το πετρέλαιο. Η ζήτησή του έχει αυξηθεί και η αύξηση διαμορφώνεται στο 1,5 εκατ. βαρ/μέρα έναντι αύξησης 1,3 εκατ. βαρ/μέρα το 2017. Στο διάγραμμα 2 φαίνεται ότι η τιμή του πετρελαίου σε σχέση με τις προβλεπτικές μεταβλητές ζήτησης, προσφοράς και δολαρίου ΗΠΑ, βρίσκεται σε επίπεδα σχετικά δίκαιης αποτίμησης.

2 | Τιμή πετρελαίου και σχέση ζήτησης/προσφοράς/δολαρίου ΗΠΑ



3 | Καθαρές θέσεις στην κερδοσκοπική αγορά πετρελαίου



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Ο περιορισμός της παραγωγής στις ΗΠΑ (οι ενεργές πετρελαιοπηγές έχουν μειωθεί στις 2.089 από τις 3.900 το 2012) και στις χώρες του ΟΠΕΚ (η μείωση της παραγωγής θα ισχύει μέχρι τον Σεπτέμβριο του 2018), η μείωση των αποθεμάτων κατά 9,3% από την ίδια περίοδο πέρυσι (παραμένουν 11% υψηλότερα του μέσου όρου της τελευταίας δεκαετίας), η υποτίμηση του δολαρίου και η ισχυρή παγκόσμια ανάπτυξη, στηρίζουν τις τιμές του πετρελαίου.
- Παράλληλα, οι καθαρές long θέσεις στο πετρέλαιο βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά.
- Με βάση όλα τα προηγούμενα θετικά στοιχεία, διατηρούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στο πετρέλαιο, αν και εκτιμούμε ότι το ανοδικό περιθώριο είναι πλέον περιορισμένο.

7.2 Χρυσός

- Ο χρυσός σημείωσε κέρδη 13% το 2017, καταγράφοντας ουσιαστικά όλη την απόδοση το Α' τρίμηνο του έτους. Ανοδικά κινείται από την αρχή του έτους με την υποτίμηση του δολαρίου ΗΠΑ, αλλά και την αύξηση των γεωπολιτικών ανησυχιών (Β. Κορέα και νέα δεδομένα στις σχέσεις ΗΠΑ με τον υπόλοιπο κόσμο) να είναι οι βασικοί λόγοι άνοδου.
- Τα δεκαετή πραγματικά επιτόκια στις ΗΠΑ έχουν κινηθεί ανοδικά μέχρι το 0,57%, ωστόσο η κίνηση δεν έχει επηρεάσει το πολύτιμο μέταλλο, καθώς στο στάδιο αυτό ο χρυσός ενισχύεται από την πτώση του δολαρίου και την επίπεδη καμπύλη των δολαριακών αποδόσεων. Εκτιμούμε ότι περαιτέρω άνοδος των πραγματικών επιτοκίων, την οποία περιμένουμε λόγω άνοδου ονομαστικών επιτοκίων και ήπιου πληθωρισμού, θα πλήξει την άνοδο της τιμής του χρυσού. Σύμφωνα με μελέτες



του World Gold Council, οι αποδόσεις του χρυσού είναι θετικές όταν τα πραγματικά επιτόκια στις ΗΠΑ είναι μεταξύ 0% και 4%.

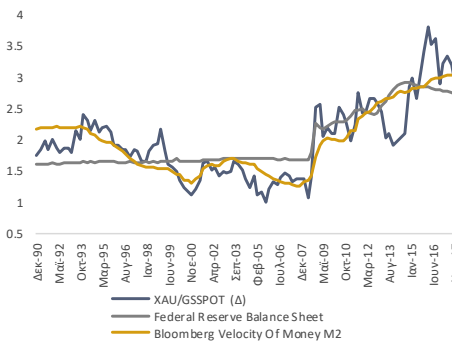
- Η ζήτηση για το φυσικό μέταλλο αυξήθηκε 12% στην Κίνα μεταξύ Α' και Γ' τριμήνου (υψηλό 7 ετών για τη ζήτηση κοσμημάτων και πρώτη φορά θετικής μεταβολής από το 2010 στη ζήτηση για χρήσεις τεχνολογίας) και αναμένεται να συνεχιστεί η αυξανόμενη ζήτηση, καθώς το ΑΕΠ θα αυξηθεί 6,4% (Bloomberg) το 2018. Οι καθαρές αγορές από τις Κεντρικές Τράπεζες ήταν 370 τόνοι έναντι 390 τόνων το 2016. Οι εισροές σε ETFs το 2017 ανήλθαν σε \$8,2 δισ., καταγράφοντας αύξηση 8,4% από το 2016.
- Στην προηγούμενη έκδοσή μας αναφερθήκαμε στο ότι, καθώς η FED αρχίζει να μειώνει τον ισολογισμό της, η χρησιμότητα του χρυσού ως υποκατάστατο του δολαρίου (μέσο διαφύλαξης αξίας) μειώνεται και από τα παρόντα επίπεδα αρχίζει να εμφανίζεται υπερτιμημένος έναντι των λοιπών εμπορευμάτων. Οι βασικές αρχές της σχέσης αυτής ισχύουν, αλλά αν επικεντρωθούμε σε ευρύτερες μετρήσεις του χρήματος (M2) παρατηρείται μια πιο στενή (θετική) σχέση της προσφοράς δολαρίων με τον χρυσό. Καθώς η ποσότητα του ευρύτερου χρήματος M2 αναπτύσσεται γρηγορότερα του ονομαστικού ΑΕΠ (πτωτική ταχύτητα κυκλοφορίας χρήματος), πολλοί επενδυτές συνεχίζουν να διακρατούν χρυσό ως αντιστάθμισμα σε μια πιθανή σημαντική υποτίμηση του δολαρίου, που συχνά υποδηλώνει η δυναμική αυτή. Στο διάγραμμα 5 εκτιμούμε τους λόγους της τιμής του χρυσού έναντι του spot δείκτη εμπορευμάτων της Goldman Sachs, χρησιμοποιώντας το χαρτοφυλάκιο της FED ως % του ΑΕΠ και την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος. Παρατηρούμε ότι η δεύτερη σχέση είναι δυνατότερη και παραμένει υποστηρικτική της τιμής του χρυσού. Μακροχρόνια η μείωση του χαρτοφυλακίου της FED θα οδηγήσει και σε αύξηση της κυκλοφορίας του χρήματος με αρνητικές συνέπειες για το πολύτιμο μέταλλο.

4 | Τιμή χρυσού & Δολαρίου ΗΠΑ (Δείκτης DXY αντίστροφα)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

5 | Σχέση Χρυσού/Εμπορευμάτων έναντι Ισολογισμού Fed και Κυκλοφορίας Χρήματος M2



- Το 2018 περιμένουμε αύξηση επιτοκίων, γεγονός που λειτουργεί αρνητικά για τον χρυσό. Ωστόσο, η ανάπτυξη στην Κίνα αλλά και το ασθενές δολάριο ΗΠΑ συντηρούν τη ζήτηση φυσικού μετάλλου. **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στον χρυσό.**



08

ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

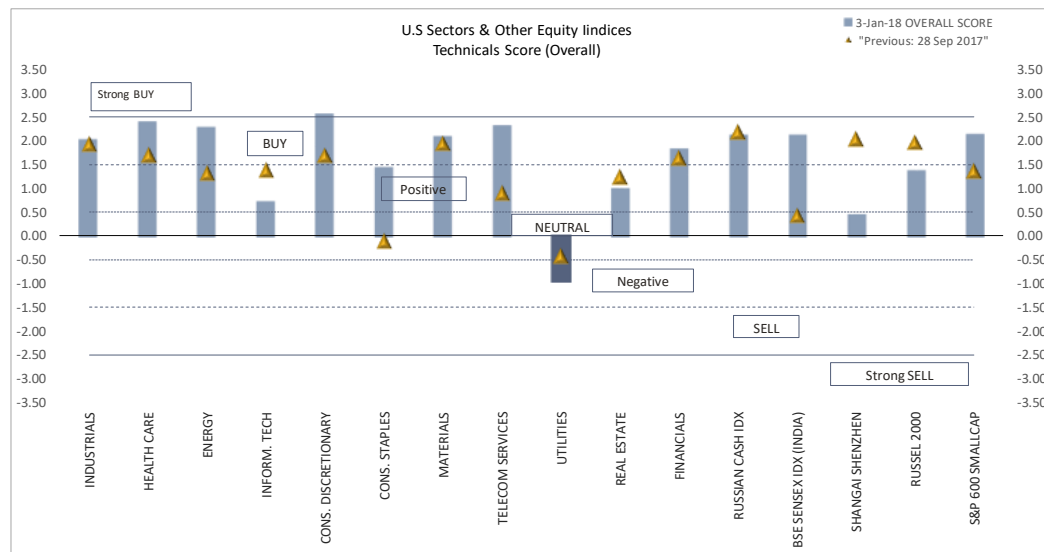
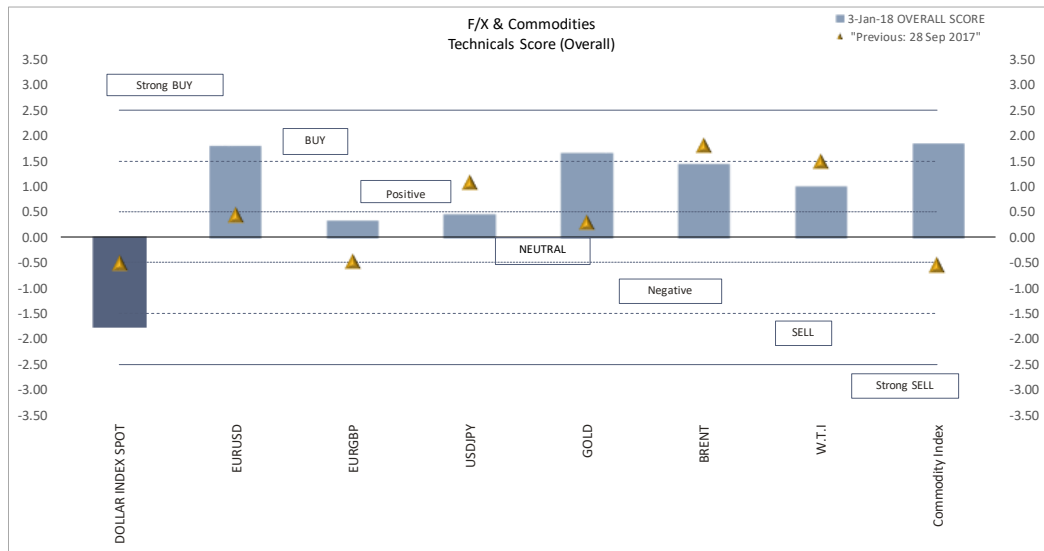
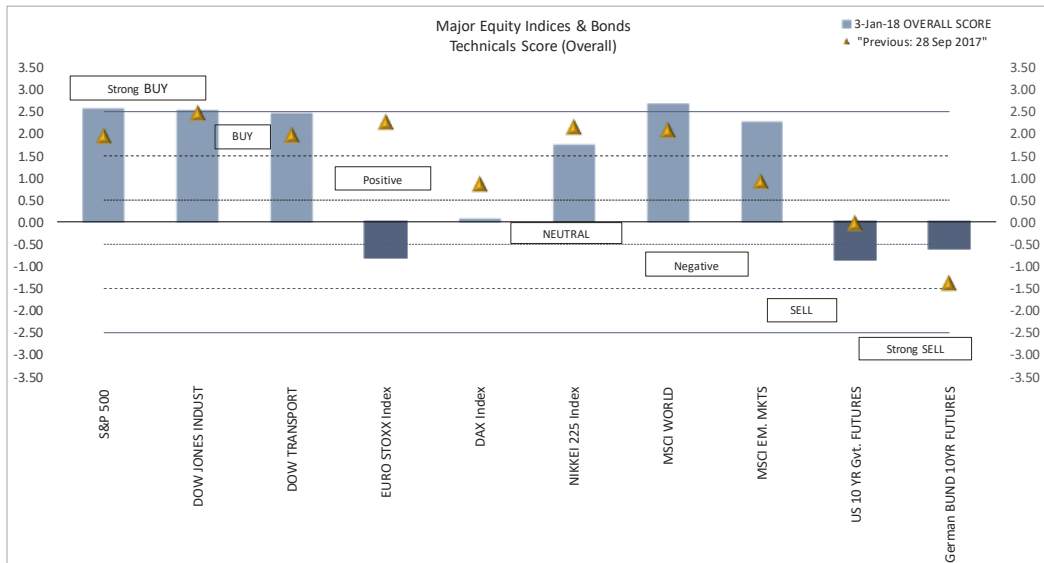
8.1 Γενικό Σχόλιο

Από τους πίνακες της τεχνικής εικόνας (διπλανή σελίδα) παρατηρούμε τα εξής:

- Σε σχέση με την προηγούμενη έκδοση της Επενδυτικής Στρατηγικής, για τους **κύριους δείκτες και τα ομόλογα**, έχουμε ενίσχυση των S&P 500, Dow Transportation, MSCI World και MSCI Em. Markets όπου κινούνται από θετικό έως αρκετά θετικό επίπεδο. Ο Dow Industrials παρέμεινε σε θετικό επίπεδο. Υποχώρηση είχαμε για τους Euro Stoxx και Dax, όπως και για τα κρατικά ομόλογα δεκαετίας τόσο των ΗΠΑ όσο και της Ευρωζώνης.
- Στο **συνάλλαγμα**, το δολάριο υποχώρησε σημαντικά έναντι των κυριότερων διεθνών νομισμάτων, ενώ το ευρώ ενισχύθηκε τόσο έναντι του δολαρίου όσο και έναντι της στερλίνας. Σε θετικό και αρκετά θετικό επίπεδο βρίσκονται ο χρυσός, το Brent, το WTI και ο δείκτης εμπορευμάτων.
- Στους επιμέρους κλάδους και λοιπούς μετοχικούς δείκτες, με εξαίρεση αυτόν της Κοινής Ωφέλειας, του οποίου η εικόνα χειροτέρευσε και κινείται πλέον σε αρνητικό επίπεδο, όλοι οι άλλοι κινούνται από ουδέτερο (Shanghai Shenzhen) έως πολύ θετικό (Consumer Discretionary).

8.2 Διαδικασία Τεχνικής Ανάλυσης

- Επιγραμματικά, η λειτουργία της μεθόδου αυτής συνίσταται στην ποσοτικοποίηση των ενδείξεων ευρέως χρησιμοποιούμενων δεικτών τεχνικής ανάλυσης, όπως είναι ο RSI (Relative Strength Index) και ο MACD (Moving Average Convergence / Divergence). Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τη διατύπωση συμπερασμάτων σχετικά με τη δυναμική μιας αγοράς σε διάφορους ορίζοντες. Η μεθοδολογία που κατασκευάσαμε αντιστοιχεί τη φάση στην οποία βρίσκεται ο κάθε δείκτης (RSI / MACD) με την ιστορική σχέση απόδοσης-κινδύνου της αγοράς, η οποία βρίσκεται υπό εξέταση. Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας την εμπειρική κατανομή της αγοράς αυτής, κατηγοριοποιούμε την ένδειξη σε 7 ομάδες: Πολύ Δυνατή, Δυνατή, Οριακά Δυνατή, Ουδέτερη κ.ο.κ.
- Ποσοτικά το εύρος από -0,5 έως 0,5 θεωρείται Ουδέτερο, από 0,5 – 1,5 θεωρείται Θετικό, από 1,5 – 2,5 είναι Αρκετά Θετικό και από 2,5 – 3,5 Πολύ Θετικό. Στον αντίποδα τώρα, το εύρος από -0,5 έως -1,5 θεωρείται Αρνητικό, από -1,5 έως -2,5 είναι Αρκετά Αρνητικό και από -2,5 έως -3,5 Πολύ Αρνητικό.
- Στην παραμετροποίηση της διαδικασίας του καθορισμού των φάσεων, βάζουμε στόχο μια τριμηνιαία συχνότητα αλλαγής φάσεων όταν χρησιμοποιούμε εβδομαδιαία στοιχεία, ενώ στη μηνιαία συχνότητα στοιχείων, στοχεύουμε σε μία περίοδο 9 μηνών. Η ταχύτητα αλλαγής φάσης συμπίπτει με την ταχύτητα αλλαγής εκτίμησης για κάθε αγορά (εμμέσως με τον επενδυτικό ορίζοντα). Έτσι χρησιμοποιώντας μια στάθμιση 50% - 50% μεταξύ των δύο ενδείξεων, ο ορίζοντας αξιολόγησης μιας αγοράς διαμορφώνεται στους 6 μήνες.





09

ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ

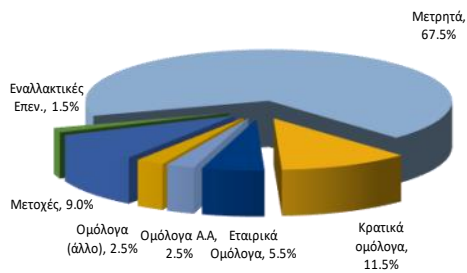
Η μονάδα **Οικονομικής Ανάλυσης & Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς** απέκτησε την πιστοποίηση **ISO 9001:2015*** από την **TÜV HELLAS** (Οργανισμός Επιθεώρησης και Πιστοποίησης, 100% θυγατρική του Γερμανικού Οργανισμού TÜV NORD Group) για τις μεθοδολογίες που έχει αναπτύξει αναφορικά με τον σχεδιασμό και την επισκόπηση: 1. Μοντέλων Αξιολόγησης Επενδυτικών Επιλογών σε Ομόλογα, Μετοχές, και Αμοιβαία Κεφάλαια και 2. Προτύπων Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων. Πρόκειται για τη **μοναδική πιστοποίηση** στο είδος της στην ελληνική αγορά.



*Το ISO 9001 είναι ένα διεθνώς αναγνωρισμένο πρότυπο για τη διαχείριση της ποιότητας και αφορά όλες τις κατηγορίες των εταιρειών, ανεξάρτητα από το είδος, το μέγεθος και το παρεχόμενο προϊόν ή υπηρεσία.



Cash Plus



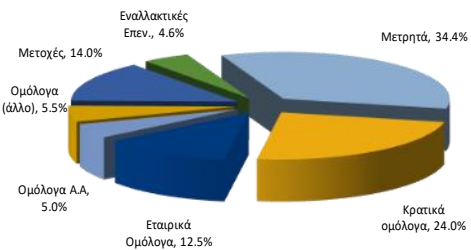
1. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η διατήρηση (όχι εγγύηση) του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου πολύ χαμηλής μεταβλητότητας. Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι 2 έως 3 έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

Ο επενδυτής αποδέχεται την πιθανότητα μικρής μείωσης της αρχικής αξίας του κεφαλαίου του, εκθέτοντας το χαρτοφυλάκιό του στον κίνδυνο των επιτοκίων, προκειμένου να επιτύχει αποδόσεις που μπορεί να πλησιάζουν ή να καλύπτουν τον πληθωρισμό. Οι ανάγκες ρευστότητας, μεσοπρόθεσμα, είναι περιορισμένες.

Συντηρητικό



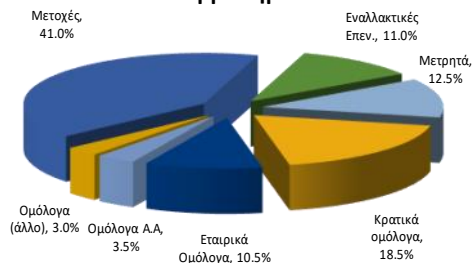
2. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η ελαφρά ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου χαμηλής μεταβλητότητας. Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι 2 έως 3 έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

Ο επενδυτής αποδέχεται την πιθανότητα μικρής μείωσης της αρχικής αξίας του κεφαλαίου του, εκθέτοντας το χαρτοφυλάκιό του στον κίνδυνο των επιτοκίων, προκειμένου να επιτύχει αποδόσεις που μπορεί να πλησιάζουν ή να καλύπτουν τον πληθωρισμό. Οι ανάγκες ρευστότητας, μεσοπρόθεσμα, είναι περιορισμένες.

Ισορροπημένο



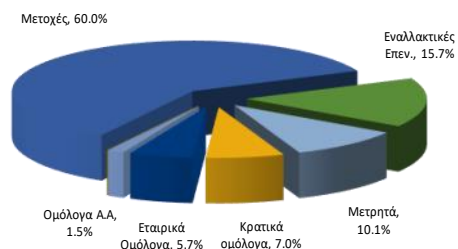
3. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η σταδιακή ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου μεσαίας μεταβλητότητας. Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι 2 έως 3 έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

Ο επενδυτής αποδέχεται την πιθανότητα μείωσης της αρχικής αξίας του κεφαλαίου του, εκθέτοντας το χαρτοφυλάκιό του στον κίνδυνο των επιτοκίων και των μετοχών. Στοχεύει, έτσι, να ενισχύσει το εισόδημα που προκύπτει από το μη μετοχικό τμήμα του χαρτοφυλακίου του, με την υπεραξία του μετοχικού τμήματος, επιτυγχάνοντας αποδόσεις καλύτερες του πληθωρισμού. Οι ανάγκες ρευστότητας, μεσοπρόθεσμα, είναι περιορισμένες.

Αναπτυξιακό



4. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου υψηλής μεταβλητότητας. Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι 3 έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

Ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να αναλάβει κίνδυνο σε μεγάλο τμήμα του κεφαλαίου του, εκμεταλλευόμενος τις τάσεις της οικονομίας και των αγορών, ώστε να επιτύχει σημαντικές αποδόσεις. Οι ανάγκες ρευστότητας, μεσοπρόθεσμα, δεν υπάρχουν.



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεκκός Ηλίας
Chief Economist

Lekkosi@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 328 8120

Πατίκης Βασίλειος
Head

Patikisv@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 373 9178

Οικονομική Ανάλυση

Αρακελιάν Βένη

Arakelianv@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4492

Πολυχρονόπουλος Διονύσης

Polychronopoulosd@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4493

Παπακώστας Χρυσοβαλάντης

Papakostasc@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4491

Ρότσικα Δημητρία

Rotsikad@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4494

Επενδυτική Στρατηγική

Γαβαλάς Στέφανος

Gavalass@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4503

Γυφτέα Έλενα, CFA

Gyfteae@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4527

Δούλος Δημήτρης

Doulosd@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4513

Πέρρου Χαρά

Hara.perros@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4523

Portfolios & Communication

Βασιλακοπούλου Ξένια

Vasilakopouloup@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4521



ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφεξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από το συντάκτη του. Το παρόν κείμενο ή μέρος του δεν μπορεί να αναπαραχθεί με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή έγκριση από τον συντάκτη του.

Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπ' όψιν τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προσφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.

Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές.

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, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων:

- α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λουτών κινητών αξιών.
- β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
- γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
- δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
- ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με

- α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και
- β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της.

Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

- α) τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- β) εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- γ) η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκπεφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,
- δ) οι τυχόν προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- ε) η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.

Η διανομή του παρόντος εντύπου εκτός Ελλάδος ή/και σε πρόσωπα διεπόμενα από αλλοδαπό δίκαιο μπορεί να υπόκειται σε περιορισμούς ή απαγορεύσεις σύμφωνα με την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία, ώστε να διερευνήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.



ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ