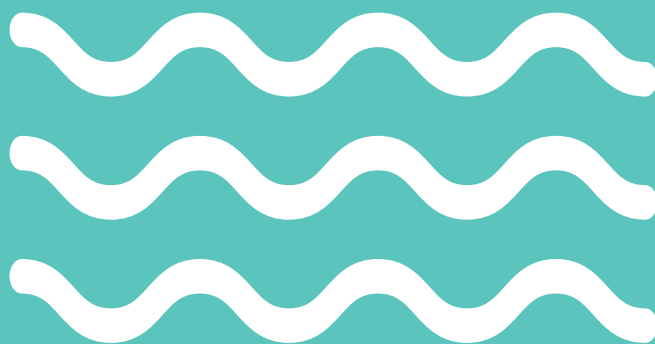


3^ο ΤΡΙΜΗΝΟ 2020



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	14
2.6 Βραζιλία - Ρωσία - Ινδία	16
3. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	18
4. ΜΕΤΟΧΕΣ	20
4.1 Μετοχικές αγορές	20
4.2 ΗΠΑ	22
4.3 Ευρωζώνη	28
4.4 Ιαπωνία	30
4.5 Αναδυόμενες αγορές	31
5. ΟΜΟΛΟΓΑ	34
5.1 ΗΠΑ	34
5.2 Ευρωζώνη	36
5.3 Αναδυόμενες Αγορές	38
6. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ	39
6.1 Δολάριο ΗΠΑ	39
6.2 EURUSD	41
6.3 USDJPY	42
6.4 EURGBP	43
7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	45
7.1 Πετρέλαιο	47
7.2 Χρυσός	48
8. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	51
9. ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	54
10. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ	56



ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

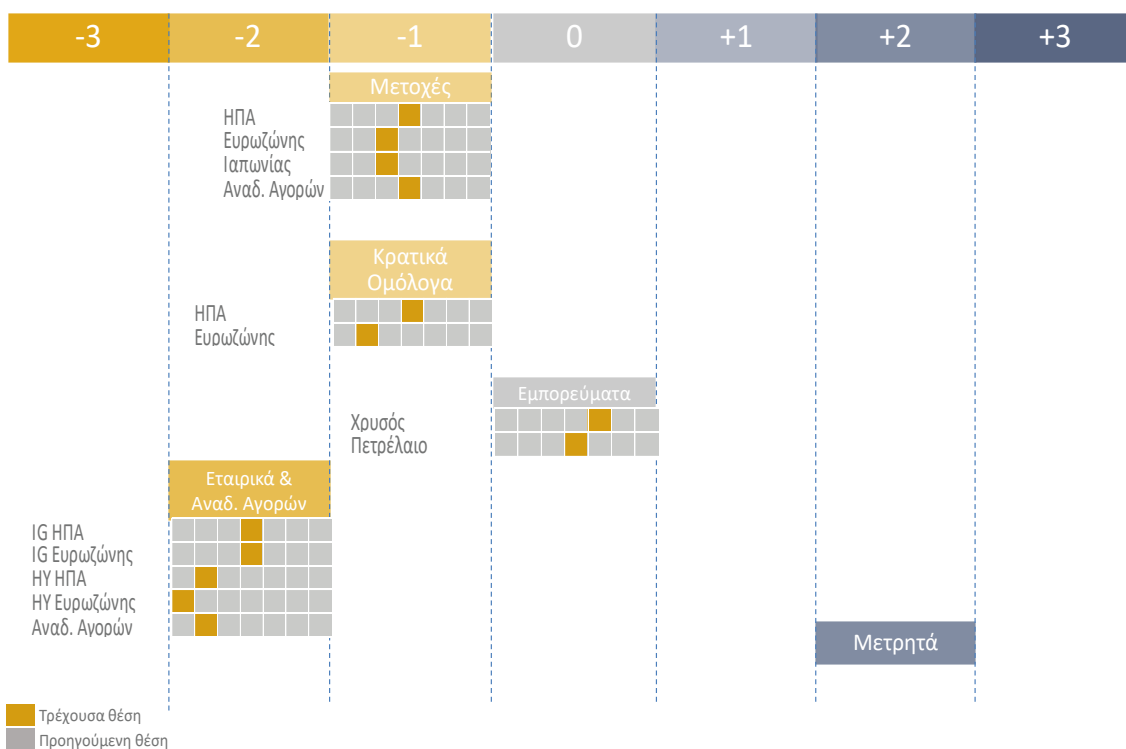
Δεν έχουμε αλλαγές στις επενδυτικές μας θέσεις για το Γ' τρίμηνο του 2020, καθώς η άμεση και ισχυρή αντίδραση των Κεντρικών Τραπεζών (Fed, ECB και των υπολοίπων) οδήγησε σε αντιστροφή του κλίματος για τις μετοχές και τα εταιρικά ομόλογα, όπως και για άλλα "risky assets".

Διατηρούμε ήπια αρνητική θέση για τις **μετοχές**, με αυτές των ΗΠΑ και των αναδυομένων αγορών να παραμένουν σε ουδέτερη θέση, ενώ της Ευρωζώνης και της Ιαπωνίας παραμένουν σε ήπια αρνητική.

Στα ομόλογα, τόσο στα κρατικά όσο και στα εταιρικά, η θέση μας παραμένει ως είχε. Πιο συγκεκριμένα, τα κρατικά των ΗΠΑ παραμένουν σε ουδέτερη θέση, ενώ της Ευρωζώνης σε αρνητική, λόγω αποδόσεων. Τα εταιρικά επενδυτικής διαβάθμισης (IG), ΗΠΑ και Ευρωζώνης, παραμένουν σε ουδέτερη θέση, τα μη επενδυτικής διαβάθμισης, (HY) των ΗΠΑ και τα κρατικά των αναδυομένων αγορών, παραμένουν σε αρνητική θέση και αυτά της Ευρωζώνης (HY) σε πολύ αρνητική.

Στα εμπορεύματα, η θέση μας παραμένει ουδέτερη, με τη θέση μας στον χρυσό να παραμένει ήπια θετική και στο πετρέλαιο ουδέτερη.

Διατηρούμε αυξημένη θέση στα μετρητά.





01

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Υστέρα από μια σειρά πολύ αρνητικών οικονομικών στοιχείων το προηγούμενο τρίμηνο, **τα στοιχεία του Μαΐου και ύστερα έχουν παρουσιάσει ενδείξεις ανάκαμψης**, οι οποίες είναι ιδιαίτερα δυνατές, ιδίως στις ΗΠΑ και την Κίνα. Πιο πρόσφατα στοιχεία από την Ευρωζώνη έχουν αρχίσει να παρουσιάζουν σημαντικές θετικές εκπλήξεις. **Εστιάζουμε, πλέον, και στο 2021, καθώς οι μετοχικές, κυρίως, αγορές αγνοούν τα στοιχεία του 2020 και επικεντρώνουν την προσοχή τους στο επόμενο έτος.** Με οδηγό τις μετοχές στις ΗΠΑ, οι αγορές τείνουν να προσεγγίσουν τα επίπεδα προ της εκδήλωσης της κρίσης του covid-19 (Φεβρουάριος 2020), όταν οι αγορές εξέρχονταν από την αβεβαιότητα που είχε προκαλέσει ο εμπορικός πόλεμος ΗΠΑ-Κίνας. Έτσι, με γνώμονα την τάση αυτή, είναι σημαντικό να προσπαθήσουμε να εξετάσουμε το ποσό γρήγορα οι οικονομίες και η κερδοφορία των επιχειρήσεων θα μπορέσουν να ανακτήσουν τα επίπεδα της περιόδου αυτής. **Οι βασικοί παράγοντες που επιδρούν στην οικονομία (επιδημιολογικού, αλλά και πολιτικού χαρακτήρα) είναι εξωγενείς και μη προβλέψιμοι, μέσω προδρόμων δεικτών και στατιστικών τεχνικών, γεγονός που θα πρέπει να συνηγορεί σε μειωμένη διάθεση για ανάληψη επενδυτικού κινδύνου και σε μειωμένη συχνότητα αναπροσαρμογής των χαρτοφυλακίων.**

Στις ΗΠΑ, συνολικά για το 2020, εκτιμούμε, συρρίκνωση της τάξης του 5% (από -4,5% προηγουμένως), ενώ για το 2021, εκτιμούμε, ανάκαμψη της τάξης του 5% (από 5,5% προηγουμένως). **Στο τέλος του 2021, το επίπεδο του ΑΕΠ, εκτιμούμε, ότι θα διαμορφωθεί οριακά χαμηλότερα σε σύγκριση με το επίπεδο του 2019. Η επιδημιολογική κατάσταση στην Ευρωζώνη είναι αρκετά καλύτερη, αποτελώντας θετικό παράγοντα για βελτίωση του ρυθμού ανάκαμψης.** Συνολικά για το 2020, εκτιμούμε, συρρίκνωση της τάξης του 8% (από -7% προηγουμένως), ενώ για το 2021, εκτιμούμε, ανάκαμψη της τάξης του 5% (από 4% προηγουμένως). **Στο τέλος του 2021, το ΑΕΠ, εκτιμούμε, ότι θα διαμορφώνεται χαμηλότερα κατά περίπου 4% σε σύγκριση με το επίπεδο του 2019. Στις θετικές παρενέργειες της κρίσης παρατηρούμε κάποιες κινήσεις προς βαθύτερη οικονομική ενοποίηση.** Όμως, η πιθανή καθυστέρηση στην εκταμίευση των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης μειώνει την πιθανότητα έντονης ανάκαμψης. Η Κίνα φαίνεται ότι ανακάμπτει με σχετικά ταχύ ρυθμό, διότι η έντονη εξάπλωση του κορονοϊού συνέβη νωρίτερα, αλλά και από τα πιο αυστηρά μέτρα που έλαβε η κυβέρνηση. **Στο τέλος του 2021, το ΑΕΠ, εκτιμούμε, ότι θα διαμορφώνεται υψηλότερα κατά περίπου 9% σε σύγκριση με το επίπεδο του 2019. Στην αναπτυξιακή προοπτική της χώρας, σημαντικό ρόλο, εκτιμούμε, ότι θα έχει η εξέλιξη της έντονης αντιπαράθεσης με τις ΗΠΑ, που θα έχουν σαν αποτέλεσμα μια τάση οικονομικής απομόνωσης.** Συνεπώς, κρίσιμης σημασίας καθίσταται η σταδιακή μετάβαση του αναπτυξιακού προτύπου από τις εξαγωγές στην αυξημένη εγχώρια κατανάλωση, στόχος εφικτός, καθώς η ιδιωτική κατανάλωση αποτελεί περίπου το 40% του ΑΕΠ, σημαντικά χαμηλότερα από τις άλλες μεγάλες οικονομίες.

Το κύριο ζητούμενο, για την παγκόσμια οικονομία και τις αγορές, είναι το κατά πόσο τα πακέτα διάσωσης επαρκούν σαν στήριξη από το αρχικό σοκ του covid-19, από το δεύτερο κύμα μετάδοσης, την επανεμφάνιση του εμπορικού πολέμου, αλλά και από τον συνδυασμό των κλυδωνισμών αυτών με προ-υπάρχουσες αδυναμίες της οικονομίας, οι οποίες έχουν να κάνουν με τον συνδυασμό της υψηλής μόχλευσης και χαμηλής παραγωγικότητας. Κεντρικό ρόλο, στο πλαίσιο αυτό, παίζουν οι εξελίξεις για την ανακάλυψη εμβολίου και φαρμάκου, οι οποίες εμφανίζονται



ιδιαίτερα γοργές, αλλά ίσως να έχουν προεξοφληθεί και από τις αγορές.

Στο επίκεντρο των πακέτων διάσωσης, βρίσκεται τόσο η νομισματική, αλλά και η δημοσιονομική πολιτική. Στις ΗΠΑ, εκτιμούμε, ότι το δημοσιονομικό έλλειμμα θα ανέλθει το 2020 κοντά στο 20% του ΑΕΠ (από 4,7% το 2019) και θα διαμορφωθεί υψηλότερα του 10% το 2021, ενώ το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι θα ανέλθει κοντά στο 140% του ΑΕΠ. Το ενεργητικό της Fed θα ανέλθει στο 40% του ΑΕΠ, ενώ η ευρύτερη προσφορά χρήματος M2 αναπτύσσεται κατά 23% ετησίως. **Στον βαθμό που οι τάσεις αυτές δεν προκαλούν σημαντικές πληθωριστικές πιέσεις και προσδοκίες, όπως αναμένεται μεσοπρόθεσμα, δεν αποτελούν σημαντικό κίνδυνο.** Στον βαθμό, όμως, που προκαλέσουν ανοδικές πιέσεις στην πραγματική ζήτηση που η προσφορά δεν μπορεί να ικανοποιήσει (ίσως και λόγω διακοπών στην παραγωγή, λόγω του covid-19) ή εάν συνοδευτούν με απότομη πίεση στο δολάριο, τότε πληθωριστικές πιέσεις θα μπορούσαν να αποτελέσουν ανοδικές πιέσεις στα επιτόκια με άνοδο της μεταβλητότητας.

Οι περισσότερες ριψοκίνδυνες αξίες έχουν ανακτήσει το μεγαλύτερο μέρος των απωλειών τους από τα ψηλά του 2020 και πιθανόν να έχουν ήδη προεξοφλήσει μια ανάκαμψη το 2021, ανάλογη ή δυνατότερη από τις προσδοκίες των αναλυτών. Στις ΗΠΑ, οι αναλυτές και πιθανόν και οι μετοχικές αγορές προεξοφλούν μια πολύ δυναμική ανάπτυξη για την κερδοφορία του S&P500 για το 2021 (7,6% πάνω από τα επίπεδα του 2019). Η ανάκαμψη αυτή είναι πιο έντονη από τις μακροοικονομικές ενδείξεις και εκτιμήσεις, με τον δείκτη τιμής, προς αναμενόμενα (για το έτος 2021) κέρδη, να βρίσκεται στο 20 (στο 26 για την εκτιμώμενη κερδοφορία του 2020). Οι λόγοι αυτοί δεν είναι πολύ διαφορετικοί για τον ισοσταθμισμένο (δεν επηρεάζεται τόσο από τη σημαντική υπερ-απόδοση των μετοχών τεχνολογίας) δείκτη S&P500. Παράλληλα, τα κέρδη των εταιρειών του S&P500 παραμένουν σχετικά «φουσκωμένα», κυρίως, λόγω της μόχλευσης που προφέρουν οι επαναγορές μετοχών, αλλά και οι περικοπές φόρων της κυβέρνησης Τραμπ. Οι ανάγκες για ρευστότητα, αλλά και οι πολιτικές πιέσεις που συνδέονται με τα πακέτα διάσωσης είναι πολύ πιθανό να μειώσουν σημαντικά τις επαναγορές, ενώ μια νίκη των Δημοκρατικών στις εκλογές αυξάνει σημαντικά την πιθανότητά αύξησης της εταιρικής φορολογίας.

Οι δημοσιονομικές και νομισματικές παρεμβάσεις στις ΗΠΑ συνεχίζουν να επιδεινώνουν τα μακροχρόνια θεμελιώδη του δολαρίου, ενώ οι διεργασίες στη Ε.Ε. αυξάνουν, έστω και οριακά, την ελκυστικότητα του ευρώ ως αποθεματικό νόμισμα. Βραχυπρόθεσμα, όμως, η διατήρηση των ανησυχιών για την παγκόσμια ανάπτυξη, λόγω, ίσως, ενός δευτέρου κύματος covid-19, η πιθανότητα μιας γρηγορότερης ανάκαμψης στις ΗΠΑ, αλλά και μια πιθανή αναζωπύρωση του εμπορικού πολέμου αναμένεται να ενδυναμώσουν το δολάριο. Σε μακροχρόνιο ορίζοντα, όμως, τόσο τα θεμελιώδη όσο και η τεχνική εικόνα, πλέον, συνηγορούν σε μια υποχώρηση του δολαρίου. **Μια υποχώρηση του δολαρίου θα ενισχύσει σημαντικά τα εμπορεύματα, τα οποία έχουν υποστεί στην πρόσφατη ανάκαμψη των αγορών, αλλά και τις μετοχές και τα ομόλογα των αναδυομένων αγορών.** Έτσι, στο ενδεχόμενο της συνέχισης του risk-on κλίματος, πιθανόν αφού προ-εξοφληθούν οι πιθανές αρνητικές συνέπειες των αρνητικών παραγόντων, τους οποίους παραθέτουμε (ή άλλων αγνώστων για την ώρα), οι αγορές αυτές αναμένεται να επωφεληθούν ιδιαίτερα και σκοπεύουμε να εστιάσουμε σε αυτές. **Στο στάδιο αυτό, διατηρούμε τις αμυντικές μας στρατηγικές.**



02

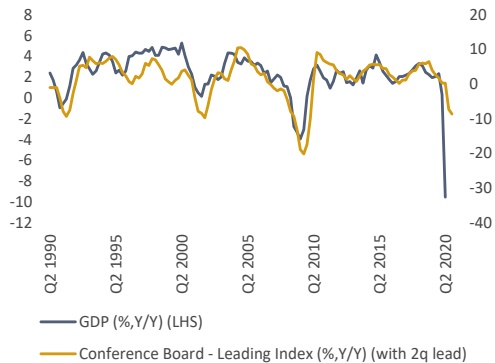
ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το δεύτερο έντονο κύμα του Covid-19, που πλήττει τις ΗΠΑ και άλλες μεγάλες χώρες, αυξάνει την αβεβαιότητα αναφορικά με την επιθυμητή ισχυρή ανάκαμψη. Στις περισσότερες μεγάλες οικονομίες, το Β' τρίμηνο του 2020, καταγράφηκε η, μεταπολεμικά, μεγαλύτερη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας, λόγω του Covid-19. Η πιθανή καθυστέρηση στην εύρεση εμβολίου και φαρμάκου για την αντιμετώπιση του Covid-19 ενισχύει την πιθανότητα για ανάκαμψη τύπου «W» και όχι «V». Όμως, η χαλάρωση, τόσο της νομισματικής όσο και της δημοσιονομικής πολιτικής, είναι πολύ μεγάλη, καθώς το ενεργητικό των Κεντρικών Τραπεζών αυξάνει με ταχύ ρυθμό και τα δημοσιονομικά ελλείματα διογκώνονται υπερβολικά, οδηγώντας σε ανησυχία για την αντιμετώπιση του μετέπειτα πολύ υψηλού χρέους.

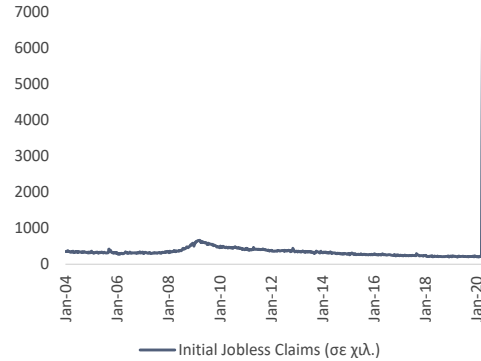
2.1 ΗΠΑ

- **Ενδείξεις για αξιοσημείωτη ανάκαμψη προέκυψαν από τα στοιχεία του Μαΐου και ύστερα.** Ενδεικτικά, αξίζει να αναφερθούν η ενίσχυση των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών (ISM και NAHB) και οι λιανικές πωλήσεις που αυξήθηκαν κατά 18% τον Μάιο και κατά 7,5% τον Ιούνιο. Όμως, το έντονο δεύτερο κύμα μετάδοσης του Covid-19 είναι πιθανό να δυσχεράνει αρκετά την προσπάθεια ανάκαμψης.
- **Το ΑΕΠ συρρικνώθηκε με τον, μεταπολεμικά, βαθύτερο ρυθμό, κατά τη διάρκεια του Β' τριμήνου του 2020.** Συνολικά για το 2020, εκτιμούμε, συρρίκνωση της τάξης του 5% (από -4,5% προηγουμένως), ενώ για το 2021, εκτιμούμε, ανάκαμψη της τάξης του 5% (από 5,5% προηγουμένως). Στο τέλος του 2021, το ΑΕΠ, εκτιμούμε, ότι θα διαμορφωθεί οριακά χαμηλότερα σε σύγκριση με το επίπεδο του 2019.
- **Οι πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες (Διάγραμμα 1) και οι τιμές στις χρηματοπιστωτικές αγορές δεν προεξόφλησαν τη βαθιά ύφεση,** διότι προήλθε από έναν εντελώς εξωγενή παράγοντα (Covid-19). Όμως, τα εβδομαδιαία στοιχεία στην αγορά εργασίας (jobless claims), που συνήθως αποτελούν μεταβλητές που εξελίσσονται με χρονική υστέρηση, ανέδειξαν, σχετικά, εγκαίρως, τη βαθιά ύφεση (Διάγραμμα 2). Συνεπώς, η πρόσφατη ενίσχυση των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών σε συνδυασμό με την παραμονή των στοιχείων των jobless claims, σε πολύ υψηλό επίπεδο, ενισχύουν την αβεβαιότητα για τη δυναμική ανάκαμψης.
- Εφόσον υπάρξει σημαντική πρόοδος για το εμβόλιο και το φάρμακο για τον Covid-19, εκτιμούμε, ότι η σημαντική τόνωση, τόσο από τη Fed όσο και από τον δημοσιονομικό τομέα, θα αποτελέσει καταλυτικό παράγοντα για την ανάκαμψη της οικονομίας. Επιπλέον, το υψηλό επίπεδο, στο οποίο διαμορφώνεται το ποσοστό αποταμίευσης των νοικοκυριών, εκτιμούμε, ότι είναι πιθανό να μετουσιωθεί σε αρκετά ενισχυμένη καταναλωτική δαπάνη, όταν εξομαλυνθούν οι κοινωνικές συνθήκες από τον Covid-19. Επίσης, το πολύ χαμηλό επίπεδο, στο οποίο διαμορφώνονται τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων, αναμένεται να ενισχύσει την αγορά κατοικιών.

1 | Ρυθμός Ανάπτυξης & Πρόδρομος Δείκτης



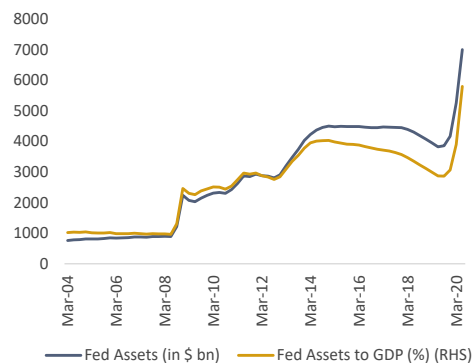
2 | Αγορά Εργασίας (Initial Jobless Claims)



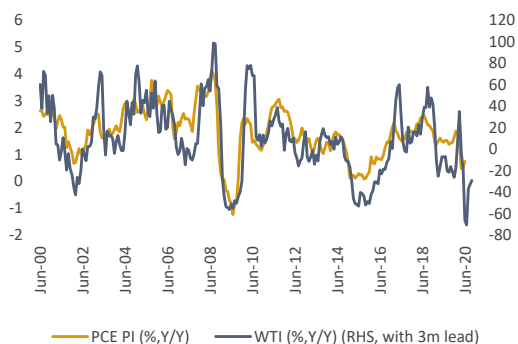
Πηγή: Datastream, BEA, BLS, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Το ποσοστό ανεργίας, εκτιμούμε, ότι είναι πιθανό να υποχωρήσει σε μονοψήφιο επίπεδο, έως το τέλος του 2020, εφόσον υπάρξει ταχεία πρόοδος για το εμβόλιο και το φάρμακο για τον Covid-19. Παράλληλα, ο ρυθμός ενίσχυσης των μισθών, εκτιμούμε, ότι θα επιβραδυνθεί σταδιακά και το ποσοστό συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό θα αυξηθεί σταδιακά, καθώς θα επιστρέφουν, σταδιακά, στην απασχόληση, οι εργαζόμενοι των θέσεων εργασίας, που δεν ήταν εφικτό να υποκατασταθούν από τηλεργασία. **Η ανοδική τάση που καταγράφεται στις διεθνείς τιμές ενέργειας και η σταδιακή υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας, εκτιμούμε, ότι θα οδηγήσει σε ανάκαμψη του πληθωρισμού (βάσει του PCE Price Index) κοντά στο 1,0%, έως το τέλος του 2020, και στη διατήρηση του δομικού πληθωρισμού κοντά στο 1,0%.**
- Η Fed ενίσχυσε απότομα, εντός δίμηνης διάρκειας (από μέσα Μαρτίου έως μέσα Μαΐου), το μέγεθος του ενεργητικού της κατά \$2,5 τρισ. Στη συνέχεια, μείωσε αρκετά τον ρυθμό αύξησης του μεγέθους του ενεργητικού της. Η Fed προτίθεται να διατηρήσει το παρεμβατικό επιτόκιο κοντά στο 0%, έως το τέλος του 2022 και να αγοράζει κρατικά ομόλογα και τίτλους στεγαστικών δανείων ύψους κατ' ελάχιστο \$120 δισ. σε μηνιαία βάση. Επίσης, εφαρμόζει πρόγραμμα ύψους \$2,3 τρισ. για την ενίσχυση της ρευστότητας. Συνεπώς, **το μέγεθος του ενεργητικού της Fed, εκτιμούμε, ότι σύντομα θα ξεπεράσει το 40% του ΑΕΠ (Διάγραμμα 3).**

3 | Ενεργητικό Fed



4 | Πληθωρισμός & Διεθνείς Τιμές Ενέργειας



Πηγή: Datastream, BEA, BLS, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Η Βουλή των Αντιπροσώπων και η Γερουσία έχουν ήδη εγκρίνει δημοσιονομική στήριξη ύψους περίπου \$3 τρισ. Αρκετά πιθανή είναι η έγκριση επιπλέον δημοσιονομικής στήριξης για την επέ-

κταση της χορήγησης του επιδόματος ανεργίας, για όσο χρονικό διάστημα το ποσοστό ανεργίας παραμένει σε υψηλό επίπεδο και οι κοινωνικές συνθήκες δεν έχουν εξομαλυνθεί λόγω Covid-19.

- **Το δημοσιονομικό έλλειμμα, εκτιμούμε, ότι το 2020 θα ανέλθει κοντά στο 20% του ΑΕΠ (από 4,7% το 2019) και θα διαμορφωθεί υψηλότερα του 10% το 2021.** Επομένως, το δημόσιο χρέος εκτιμάται ότι θα ανέλθει κοντά στο 140% του ΑΕΠ. Όμως, εφόσον συνεχίζεται η αγορά κρατικών ομολόγων από τη Fed, εκτιμούμε, ότι η αύξηση στις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων θα είναι μικρή. Η έγκριση νέας δημοσιονομικής στήριξης από το Κογκρέσο είναι πιθανό να οδηγήσει τη Fed σε μεγαλύτερη αγορά κρατικών ομολόγων, ώστε να στηρίξει τις μεγαλύτερες ανάγκες έκδοσης κρατικών ομολόγων για την υλοποίηση της μεγαλύτερης δημοσιονομικής στήριξης. Επιπλέον, πιθανός λόγος για περαιτέρω χαλάρωση από τη Fed είναι η πιθανή δυσκολία αποκλιμάκωσης του ποσοστού ανεργίας, εάν οι δύσκολες συνθήκες λόγω Covid-19 δεν εξομαλυνθούν σε εύλογο χρονικό διάστημα.
- **Συνεπώς, το κύριο ζητούμενο είναι το κατά πόσο η σημαντική στήριξη τόσο από τη Fed όσο και από τη δημοσιονομική πολιτική επαρκούν να στηρίξουν την οικονομία,** από τις παρατεταμένες σοβαρές επιπτώσεις που προκαλούνται από την πιθανή καθυστέρηση στην ανακάλυψη εμβολίου και φαρμάκου, καθώς και το δεύτερο έντονο κύμα μετάδοσης του Covid-19, ώστε, μετέπειτα, να πραγματοποιηθεί ανάκαμψη σε ικανοποιητικό βαθμό.

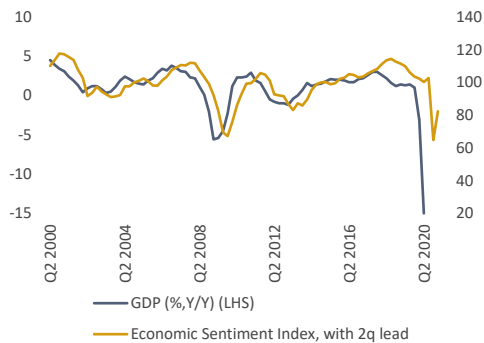
	Q/Q-AR-%-SA Στοιχεία								Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία				Εκτιμήσεις						
	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2019	2020	2021
Πραγματικό ΑΕΠ	2,9	1,5	2,6	2,4	-5	-33	19	9	2,2	-5	5
Headline PCE PI (%-Y/Y)	1,4	1,4	1,4	1,4	1,6	0,5	0,7	0,9	1,4	0,9	1,7
Core PCE PI (%-Y/Y)	1,6	1,6	1,7	1,6	1,6	0,9	0,8	0,9	1,6	1,1	1,5
Ποσοστό Ανεργίας	3,9	3,7	3,7	3,5	3,9	13	10	9	3,7	9,5	7,5
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο	2,50	2,50	2,00	1,75	0,25	0,25	0,25	0,25	1,75	0,25	0,25

Πηγή: BEA, BLS, Fed, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2.2 Ευρωζώνη

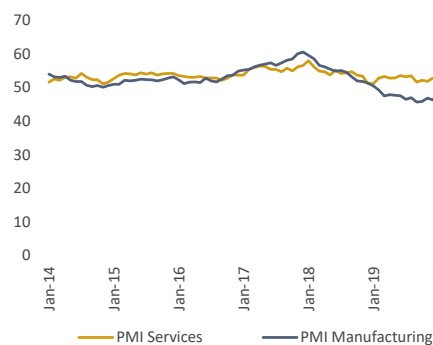
- **Ενδείξεις για ανάκαμψη προέκυψαν από τα στοιχεία των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών PMI (Διάγραμμα 2) και των λιανικών πωλήσεων.** Η επιδημιολογική κατάσταση για τον Covid-19 στην Ευρώπη είναι αρκετά καλύτερη σε σύγκριση με τις ΗΠΑ, λόγω των πιο έγκαιρων και αυστηρών μέτρων lockdown που ελήφθησαν, αποτελώντας θετικό παράγοντα για βελτίωση του ρυθμού ανάκαμψης. Το ΑΕΠ συρρικνώθηκε με τον, μεταπολεμικά, βαθύτερο ρυθμό κατά τη διάρκεια του Β' τριμήνου του 2020 (Διάγραμμα 1). Συνολικά για το 2020, εκτιμούμε, συρρίκνωση της τάξης του 8% (από -7% προηγουμένως), ενώ για το 2021, εκτιμούμε, ανάκαμψη της τάξης του 5% (από 4% προηγουμένως). Στο τέλος του 2021, το ΑΕΠ, εκτιμούμε, ότι θα διαμορφώνεται χαμηλότερα κατά περίπου 4% σε σύγκριση με το επίπεδο του 2019. Όμως, η πιθανή καθυστέρηση στην εκταμίευση των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης μειώνει την πιθανότητα έντονης ανάκαμψης.
- Όπως αναμενόταν, η ανάληψη της προεδρίας από τη Γερμανία επίσπευσε τις διαδικασίες για το Ταμείο Ανάκαμψης ύψους €750 δισ. **Οι ηγέτες της Ε.Ε. συμφώνησαν ότι €390 δισ. θα διατεθούν**

1 | ΑΕΠ & Πρόδρομος Δείκτης



Πηγή: Datastream, Eurostat, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

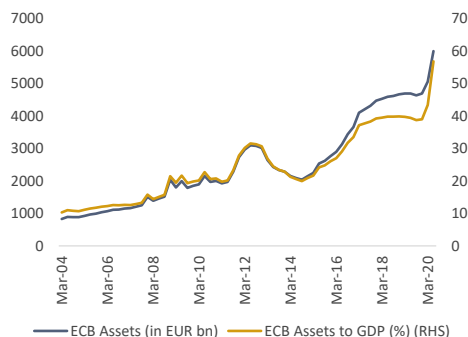
2 | Πρόδρομοι Επιχειρηματικοί Δείκτες



ως επιχορηγήσεις και €360 δισ. ως δάνεια με χαμηλό επιτόκιο. Σε συνδυασμό με τα ήδη αποφασισμένα ποσά στο χρηματοδοτικό πλαίσιο της Ε.Ε., η συνολική χρηματοδότηση για την περίοδο 2021-2027 ανέρχεται στο €1,8 τρισ., ήτοι περίπου 15% του ΑΕΠ, που εκτιμούμε για το 2020.

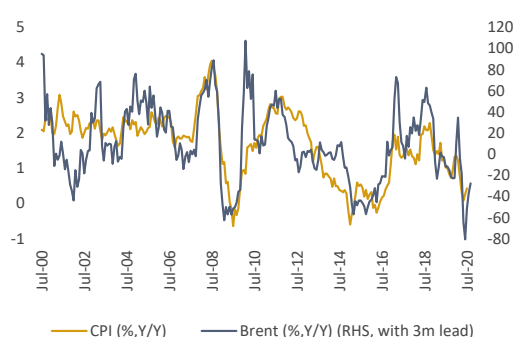
- Το δημοσιονομικό έλλειμμα, εκτιμούμε, ότι το 2020 θα ανέλθει κοντά στο 10% του ΑΕΠ (από 0,7% το 2019) και θα διαμορφωθεί υψηλότερα του 5% το 2021. Ειδικότερα, σε κάποιες μεγάλες χώρες-μέλη της Ευρωζώνης, το δημοσιονομικό έλλειμμα, εκτιμούμε, ότι το 2020 θα ανέλθει κοντά στο 15% του ΑΕΠ, λόγω των τεράστιων επιπτώσεων από τον Covid-19. **Επομένως, οι ενέργειες που στοχεύουν στην ενιαία-αμοιβαία αντιμετώπιση των σοβαρών δημοσιονομικών, χρηματοπιστωτικών και άλλων προβλημάτων πρέπει να επισπευσθούν.**
- Μεγάλο μέρος των εργαζομένων που δεν μπορούσαν να συνεχίζουν να εργάζονται, λόγω της αναστολής της δραστηριότητας των επιχειρήσεων από το lockdown, για την αντιμετώπιση της δραματικής εξάπλωσης του Covid-19 στην Ευρώπη, λάμβαναν μέρος του μισθού τους ως επίδομα από το κράτος και δεν καταγράφηκαν ως άνεργοι, οδηγώντας σε ιδιαίτερα μικρή αύξηση του ποσοστού ανεργίας. Συνεπώς, η αύξηση στο ποσοστό ανεργίας, εκτιμούμε, ότι θα είναι συγκρατημένη με την επανέναρξη μεγάλου μέρους της οικονομικής δραστηριότητας, στο Β' εξάμηνο του 2020, και τη χρησιμοποίηση των πόρων ύψους 100 δισ. ευρώ του προγράμματος SURE, που προορίζεται αποκλειστικά για τη στήριξη της απασχόλησης. **Η ανοδική τάση που καταγράφεται στις διεθνείς τιμές ενέργειας και η συγκρατημένη αύξηση του ποσοστού ανεργίας, εκτιμούμε, ότι θα οδηγήσουν σε ανάκαμψη του πληθωρισμού κοντά στο 0,7%, έως το τέλος του 2020.**
- **Η ΕΚΤ έχει ήδη ενισχύσει το μέγεθος του ενεργητικού της κατά €1,5 τρισ. Η ΕΚΤ αποφάσισε να αυξήσει το μέγεθος του έκτακτου πανδημικού προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (από €750 σε €1350 δισ.) και να επεκτείνει τη διάρκεια διεξαγωγής του (από Δεκ. 2020 σε Ιουν. 2021).** Εκτιμούμε ότι είναι πιθανό η περαιτέρω αύξηση του μεγέθους του και η περαιτέρω επέκταση της διάρκειας διεξαγωγής του να αποφασιστεί πάλι στα τέλη του 2020 ή στις αρχές του 2021, εφόσον φανεί ότι ο ρυθμός ανάκαμψης δεν επαρκεί για τη βιώσιμη επούλωση των σοβαρών επιπτώσεων από τη βαθιά ύφεση του Α' εξαμήνου.
- Αξίζει να σημειωθεί ότι, έως το τέλος του 2020, διεξάγεται και το προ-covid αποφασισμένο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης ύψους €360 δισ. Αξίζει, επίσης, να αναφερθεί ότι υπάρχει ευελιξία στη διεξαγωγή του έκτακτου πανδημικού προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (PEPP). Η πρόεδρος της ΕΚΤ, Λαγκάρντ, ανέφερε ότι η κεφαλαιακή κλείδα ίσως να μην εφαρμοστεί στη διεξαγωγή του PEPP, εάν διαπιστωθεί ότι είναι επιζήμια στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής της

3 | Ενεργητικό ECB



Πηγή: Datastream, Eurostat, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4 | Πληθωρισμός & Διεθνείς Τιμές Πετρελαίου



ΕΚΤ. Συνεπώς, το μέγεθος του ενεργητικού της ΕΚΤ, εκτιμούμε, ότι σύντομα θα ξεπεράσει το 60% του ΑΕΠ (Διάγραμμα 3). Όμως, δεν πρέπει να υποβαθμιστεί η έντονη διαφωνία, που υποβόσκει στους κόλπους του διοικητικού συμβουλίου της ΕΚΤ, αναφορικά με την ευρεία χρήση του έκτακτου πανδημικού προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης.

- Η απόφαση των ηγετών της Ε.Ε. για ενιαία χρηματοδότηση του Ταμείου Ανάκαμψης και η δήλωση της προέδρου της ΕΚΤ, Λαγκάρντ, ότι η κεφαλαιακή κλείδα ίσως να μην εφαρμοστεί εάν διαπιστωθεί ότι είναι επιζήμια στην αποτελεσματικότητα της νομισματικής πολιτικής, **αποτελούν σημαντικά βήματα για την αναγκαία επίτευξη της ενιαίας-αμοιβαίας αντιμετώπισης των σοβαρών κρίσεων.**

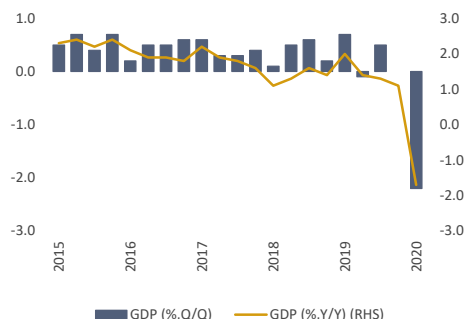
Q/Q-AR-%-SA Στοιχεία									Y/Y-%		
Πραγματικά Στοιχεία					Εκτιμήσεις						
	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2019	2020	2021
Πραγματικό ΑΕΠ	1,9	0,9	1,1	0,1	-15	-49	29	9	1,3	-8	5
Headline CPI (%-Y/Y)	1,4	1,4	0,9	1,1	1,1	0,3	0,5	0,7	1,3	0,5	1,1
Ποσοστό Ανεργίας	7,8	7,6	7,5	7,4	7,3	8	10	9,5	7,7	9	8,5
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: Eurostat, ECB, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

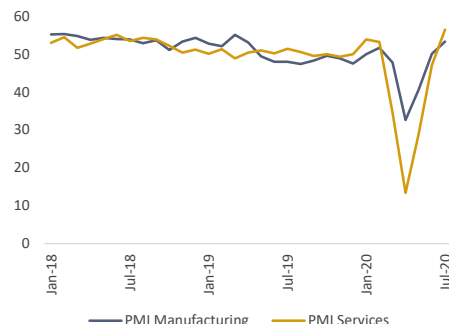
2.3 Ηνωμένο Βασίλειο

- Η Βρετανία αποτελεί μία από τις χώρες που δέχτηκαν πολύ μεγάλο πλήγμα από τον Covid-19, καθώς είναι η πρώτη χώρα στην Ευρώπη σε πλήθος ανθρώπινων απωλειών. Όμως, πρέπει να τονιστεί η μεγάλη καθυστέρηση που σημειώθηκε στη λήψη προληπτικών μέτρων αντιμετώπισης της ευρείας εξάπλωσης του Covid-19. Όπως και στις περιπτώσεις των ΗΠΑ και των χωρών της Ευρωζώνης, το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε στο Β' τρίμηνο, με τον, μεταπολεμικά, μεγαλύτερο ρυθμό (Διάγραμμα 1). Όμως, **ενδείξεις για ανάκαμψη προέκυψαν από τα στοιχεία των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών PMI (Διάγραμμα 2) και των λιανικών πωλήσεων.** Συνολικά για το 2020, εκτιμούμε, συρρίκνωση της τάξης του 9% (από -7% προηγούμενης), ενώ για το 2021, εκτιμούμε, ανάκαμψη της τάξης του 5%. Στο τέλος του 2021, το ΑΕΠ, εκτιμούμε, ότι θα διαμορφώνεται χαμηλότερα, κατά περίπου 5% σε σύγκριση με το επίπεδο του 2019.

1 | Ρυθμός Ανάπτυξης



2 | Πρόδρομοι Επιχειρηματικοί Δείκτες



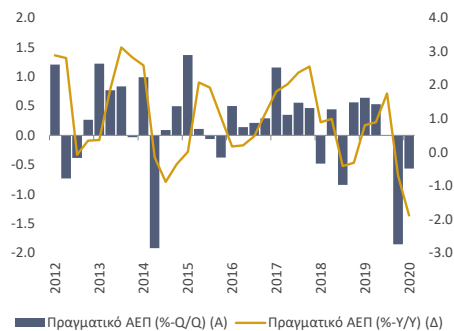
Πηγές: Detastteam, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Η ΒοΕ αποφάσισε στη συνεδρίαση του Ιουνίου να αυξήσει το μέγεθος του ενεργητικού της κατά 100 δισ. στερλίνες (στα 745 δισ. στερλίνες), μέσω της αγοράς κρατικών ομολόγων. Αξίζει να σημειωθεί ότι στη συνεδρίαση του Μαΐου είχε ληφθεί απόφαση για αύξηση κατά 200 δισ. στερλίνες (στα 645 δισ. στερλίνες). Έως το τέλος του 2020, εκτιμούμε, ότι είναι πιθανό να ληφθεί νέα απόφαση για περαιτέρω αύξηση του μεγέθους του ενεργητικού της για την αντιμετώπιση των σοβαρών οικονομικών επιπτώσεων από τον Covid-19, καθώς το δημοσιονομικό έλλειμμα εκτιμάται ότι, το 2020, θα ανέλθει κοντά στο 15% του ΑΕΠ (από 2,2% το 2019).
- Εκτός από το σοβαρό θέμα του Covid-19, η Βρετανία πρέπει να διευθετήσει τα σοβαρά εκκρεμή θέματα που σχετίζονται με το Brexit. Η κυβέρνηση του Η.Β. δεν έχει καταθέσει αίτημα για επέκταση της μεταβατικής περιόδου που λήγει στις 31/12/2020, ενώ σχεδόν κανένα από τα σοβαρά εκκρεμή θέματα του Brexit, όπως ο βαθμός πρόσβασης στην «κοινή αγορά», δεν έχει συμφωνηθεί με την Ε.Ε. Συνεπώς, ο συνδυασμός ενός πιθανού δεύτερου έντονου κύματος Covid-19 και η ανυπαρξία συμφωνίας με την Ε.Ε., εκτιμούμε, ότι ενισχύουν τους κινδύνους για πτωτική αναθεώρηση του ρυθμού ανάκαμψης.

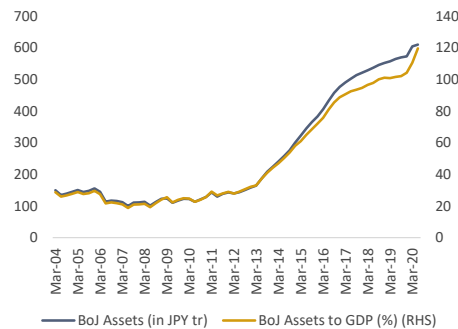
2.4 Ιαπωνία

- Το 2020 η οικονομία εκτιμάται ότι θα καταγράψει τη βαθύτερη ύφεση, μεταπολεμικά, ενώ η ανάκαμψη που προβλέπεται για το 2021 δεν αναμένεται να είναι ικανοποιητική. Κατά το Α' τρίμηνο του 2020, που τα κρούσματα του κορονοϊού ήταν πολύ περιορισμένα, το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε με ρυθμό 0,6% σε τριμηνιαία βάση (Διάγραμμα 1), αποτελώντας το δεύτερο διαδοχικό τρίμηνο συρρίκνωσης (Δ' τρίμ. 19: -1,9%), κυρίως λόγω της μειωμένης κατανάλωσης. Σε σχέση με το Α' τρίμηνο του 2019, η οικονομική δραστηριότητα υποχώρησε κατά 1,7% (Δ' τρίμ. 19: -0,7%). Η ταχεία εξάπλωση της πανδημίας, από τα τέλη Μαρτίου και μετά, υποχρέωσε τις αρχές να κηρύξουν, στις 7/4, το Τόκιο και άλλες έξι περιφέρειες, σε κατάσταση έκτακτης ανάγκης και στις 16/4 να την επεκτείνουν σε όλη τη χώρα. Αρχικά, είχε οριστεί να διαρκέσει μέχρι τις 6/5, αλλά τελικά επεκτάθηκε έως τις 25/5.
- Αναπόφευκτα, η οικονομία κατά το Β' τρίμηνο δέχθηκε ισχυρότατο πλήγμα, καθώς πρακτικά μόνο οι αναγκαίες δραστηριότητες συνέχισαν να λειτουργούν κατά το δίμηνο Απριλίου-Μαΐου. Ενδεικτικά, σύμφωνα με τα στοιχεία του Μαΐου, η βιομηχανική παραγωγή υποχώρησε σε ετήσια βάση κατά 26,3%, οι δαπάνες των νοικοκυριών κατά 16,2% και οι εξαγωγές κατά 28,3%. Για το Γ' τρίμηνο, η

1 | Ρυθμός Ανάπτυξης



2 | Ενεργητικό ΒοJ (ΤτI)



Βελτίωση αναμένεται να είναι περιορισμένη βάσει των πρώτων ενδείξεων των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών. Ειδικότερα, ο πρόδρομος δείκτης Τάνκαν, των μεγάλων μεταποιητικών εταιρειών, υποχώρησε το Β' τρίμηνο στο -34 (Α' τρίμ.: -8), ενώ το Γ' τρίμηνο προβλέπεται μικρή βελτίωσή του στο -27. Επιπλέον, ο πρόδρομος επιχειρηματικός δείκτης PMI, στη μεταποίηση, διαμορφώθηκε τον Ιούλιο στο 45,2 και των υπηρεσιών στο 45,4, υποδηλώνοντας ότι η συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας συνεχίζεται, αλλά σε μικρότερο βαθμό σε σύγκριση με τους προηγούμενους μήνες. Για το 2020, προβλέπεται ύφεση, που σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του διεθνούς Νομισματικού Ταμείου, της Παγκόσμιας Τράπεζας, του ΟΟΣΑ, της Τράπεζας της Ιαπωνίας και τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις των αναλυτών στο Bloomberg, θα κυμανθεί μεταξύ -4,5% και -6,1%. Για το 2021, εκτιμάται ότι η οικονομία θα ανακάμψει με ρυθμό 2%-2,5%, με την ΤτI να εμφανίζεται πιο αισιόδοξη (3%-4%).

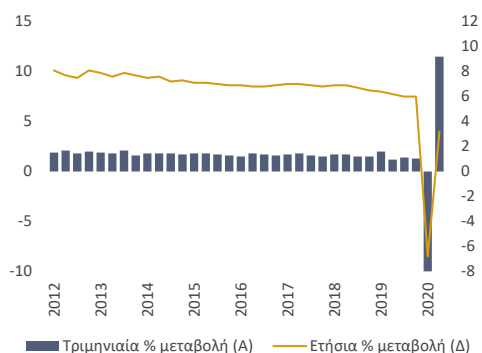
- Η δημοσιονομική στήριξη της οικονομίας εκτιμάται ότι μπορεί να ανέλθει έως τα \$2 τρισ. (περίπου στο 35% του ΑΕΠ), υπολογίζοντας και τα μέτρα που υιοθετήθηκαν στα τέλη του 2019. Ωστόσο, εκφράζονται ανησυχίες για το ήδη πολύ υψηλό δημόσιο χρέος της χώρας (πρόβλεψη ΔΝΤ για 2020: στο 268% του ΑΕΠ). Παράλληλα, η Τράπεζα της Ιαπωνίας προχώρησε σε περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής της. Χωρίς να μεταβάλει τα επιτόκια, κατήργησε το ανώτατο ετήσιο όριο στις αγορές κρατικών ομολόγων, επιδιώκοντας η απόδοση των δεκαετών να παραμένει κοντά στο 0% και σε γενικότερα μέτρα για τη διασφάλιση της ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Αξίζει να υπενθυμισθεί, ότι το μέγεθος του ενεργητικού της ΤτI υπερβαίνει το 100% του ΑΕΠ (Διάγραμμα 2).
- Συνεπώς, κρίσιμος παράγοντας αποτελεί η εξέλιξη της πανδημίας, τόσο εντός της χώρας όσο και στις άλλες μεγάλες οικονομίες (καθώς επηρεάζονται οι ιαπωνικές εξαγωγές). Ενδεικτικά, οι εξαγωγές προς την Κίνα, τις ΗΠΑ και την Ε.Ε. αντιστοιχούν περίπου στο 60% των συνολικών εξαγωγών της χώρας. **Δεδομένων αυτών, εκτιμούμε, ότι η ύφεση, το 2020, θα είναι της τάξης του 6% ή και ακόμη βαθύτερη.** Για το 2021, η ανάκαμψη, ενδεχομένως, να φθάσει στο 3%, ανάλογα με την ευνοϊκή επίδραση της διεξαγωγής των Ολυμπιακών Αγώνων του 2020, που μετατέθηκαν για το 2021.

2.5 Κίνα

- Ενθαρρυντική είναι η εικόνα της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς φαίνεται ότι ανακάμπτει με σχετικά ταχύ ρυθμό, διότι η έντονη εξάπλωση του κορονοϊού στην Κίνα συνέβη περίπου δύο-

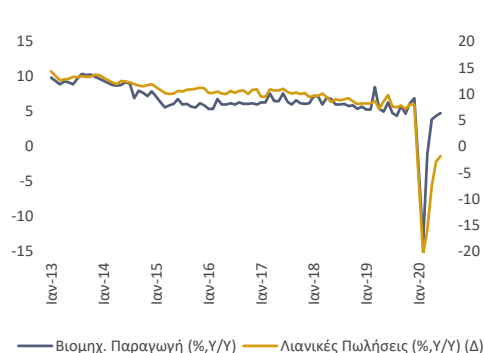
τρεις μήνες νωρίτερα από τις άλλες χώρες, αλλά και από τα πιο αυστηρά (σε σχέση με τις άλλες μεγάλες οικονομίες) μέτρα περιορισμού της κυκλοφορίας και απαγόρευσης του συγχρωτισμού που έλαβε η κυβέρνηση. Επομένως, το Α' τρίμηνο ήταν αυτό που η οικονομική δραστηριότητα δέχθηκε το ισχυρό πλήγμα από την πανδημία, ενώ στις άλλες χώρες ήταν το Β' τρίμηνο. Λίγο πριν την έναρξη του Γ' τριμήνου, τα οικονομικά στοιχεία του Ιουνίου και οι πρόδρομοι επιχειρηματικοί δείκτες PMI ήταν ενθαρρυντικοί. Η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 4,8%, ενώ επιβραδύνθηκε αισθητά η συρρίκνωση των λιανικών πωλήσεων (Διάγραμμα 2). Παράλληλα, από τον Μάιο και ύστερα, οι πρόδρομοι δείκτες PMI υπερβαίνουν το όριο του 50 που διαχωρίζει την επέκταση από τη συρρίκνωση. Το ΑΕΠ ενισχύθηκε το Β' τρίμηνο κατά 3,2% (σε ετήσια βάση), ξεπερνώντας τις εκτιμήσεις για 2,4% και ανακάμπτοντας από το -6,8% του Α' τριμήνου (Διάγραμμα 1). Για το Γ' τρίμηνο, η οικονομική δραστηριότητα, εκτιμούμε, ότι θα κινείται ελαφρά υψηλότερα από το επίπεδο που βρισκόταν πριν την εκδήλωση της πανδημίας, υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα υπάρξει ισχυρό δεύτερο κύμα.

1 | Ρυθμός Ανάπτυξης



Πηγή: Datastream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Παραγωγή & Πωλήσεις



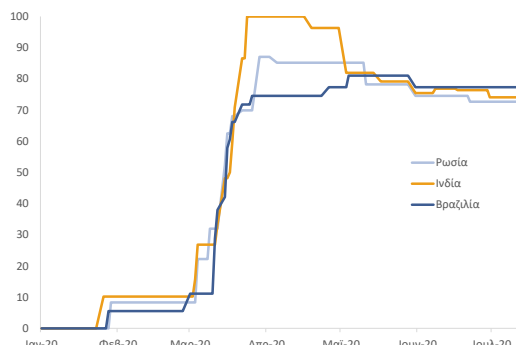
- **Συνολικά για το 2020**, βάσει των πρόσφατων προβλέψεων του ΔΝΤ, της Παγκόσμιας Τράπεζας και τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις στο Bloomberg, **ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να διαμορφωθεί στο εύρος 1%-2%**. Οι προβλέψεις είναι πιο ευοίωνες για το 2021, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να διαμορφωθεί από 4,5% (δυσμενές σενάριο ΟΟΣΑ) έως 8,2% (ΔΝΤ). Υπό την προϋπόθεση ότι θα αποφευχθεί ένα ισχυρό δεύτερο κύμα μετάδοσης του ιού, εκτιμούμε, ότι ο ρυθμός ανάπτυξης το 2020 θα κινηθεί προς το άνω όριο των προβλέψεων, χωρίς να αποκλείεται να ξεπεράσει ελαφρά το 2%. **Στο τέλος του 2021, το ΑΕΠ, εκτιμούμε, ότι θα διαμορφώνεται υψηλότερα κατά περίπου 9% σε σύγκριση με το επίπεδο του 2019**. Βέβαια, ο χρόνος εύρεσης φαρμάκου ή/και εμβολίου, καθώς και ο βαθμός/χρόνος ανάκαμψης των μεγάλων εμπορικών εταιρών αποτελούν κρίσιμες παραμέτρους για την οποιαδήποτε πρόβλεψη.
- Στο πλαίσιο της νομισματικής πολιτικής, η Κεντρική Τράπεζα της Κίνας προχώρησε σε μικρές μειώσεις των βασικών επιτοκίων χρηματοδότησης και του υποχρεωτικού ποσοστού ρευστών διαθεσίμων των πιστωτικών ιδρυμάτων, εστιάζοντας το ενδιαφέρον της στην εξασφάλιση επαρκούς ρευστότητας στο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Από την άλλη πλευρά, η δημοσιονομική στήριξη της οικονομίας υπήρξε συγκριτικά περιορισμένη. **Η έμφαση έχει δοθεί στις μειώσεις φόρων για τη στήριξη των πληττόμενων επιχειρήσεων (ιδίως αυτών με εξαγωγικό προσανατολισμό) και στην αύξηση του ορίου δανεισμού στις τοπικές κυβερνήσεις**. Επίσης, εξετάζει την έκδοση ειδικού ομολόγου για τη χρηματοδότηση των δράσεων για την αντιμετώπιση των επιπτώσεων της πανδημίας.

- **Στην αναπτυξιακή προοπτική της χώρας, σημαντικό ρόλο, εκτιμούμε ότι θα έχει η εξέλιξη της έντονης αντιπαράθεσης με τις ΗΠΑ, καθώς δεν περιορίζεται, πλέον, στον τομέα του εμπορίου.** Ενδεικτικές είναι οι έντονες παραινήσεις των ΗΠΑ προς άλλες χώρες για τον αποκλεισμό της Huawei από τα τηλεπικοινωνιακά δίκτυα 5G, αλλά και προς μεγάλες αμερικανικές επιχειρήσεις να επανεξετάσουν την έκταση της δραστηριότητάς τους στην Κίνα, στο πλαίσιο της προσπάθειας διαφοροποίησης των διεθνών εφοδιαστικών τους αλυσίδων. Παράλληλα, αυξημένη είναι, το τελευταίο διάστημα, και η δυσπιστία και άλλων χωρών για την κινεζική διείδουση, που σε ορισμένους κλάδους είναι αξιοσημείωτη.
- **Συνεπώς, κρίσιμης σημασίας για την επίτευξη υψηλών και βιώσιμων ρυθμών ανάπτυξης καθίσταται η σταδιακή μετάβαση του αναπτυξιακού προτύπου από τις εξαγωγές στην αυξημένη εγχώρια κατανάλωση,** γεγονός το οποίο αποτελεί βασικό στόχο της κυβερνητικής πολιτικής, καθώς η ιδιωτική κατανάλωση αποτελεί περίπου το 40% του ΑΕΠ, χαμηλότερα από τις άλλες μεγάλες οικονομίες.

2.6 ΒΡΑΖΙΛΙΑ | ΡΩΣΙΑ | ΙΝΔΙΑ

- **Ύστερα από μια σημαντική αναθεώρηση των προβλέψεων των αναλυτών, οι αναδυόμενες οικονομίες, σαν σύνολο, αναμένεται να καταγράψουν μείωση στην οικονομική δραστηριότητα της τάξης του -0,3% για το 2020,** ενώ κάποιες οικονομίες δεν εκτιμάται να ανακάμψουν στα προ-κρίσης επίπεδα πριν το 2022. Με την πανδημία Covid-19 να εμφανίζει νέα έξαρση στις περισσότερες χώρες, αναμένουμε, ότι η επανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας σε θετικούς ρυθμούς θα καθυστερήσει σε σχέση με τις προηγούμενες προσδοκίες. Επιπλέον, οι οικονομίες, οι οποίες εξαρτώνται σε μεγάλο βαθμό από την εσωτερική κατανάλωση, αντιμετωπίζουν σημαντική αστάθεια στον εξωτερικό τους τομέα και τα συναλλαγματικά τους διαθέσιμα βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα, θεωρούνται πιο εύθραυστες σε μια επέκταση της διάρκειας των περιοριστικών μέτρων.
- **Στη Βραζιλία,** ο Covid-19, σε συνδυασμό με τη διαφαινόμενη πολιτική αστάθεια λίγους μήνες πριν τις δημοτικές εκλογές τον Οκτώβριο, έχει ανατρέψει την οικονομική ανάκαμψη που είχε ξεκινήσει τα τελευταία έτη. Μετά την η ύφεση του 2015, η τάση έχει αντιστραφεί στους δείκτες, με την κατανάλωση, η οποία ήταν βασικός παράγοντας της ανάπτυξης, να σημειώνει επιβράδυνση. Ένας εξίσου σημαντικός παράγοντας αυτής της μεταστροφής στην οικονομική δραστηριότητα είναι και η σημαντική μεταβλητότητα που χαρακτηρίζει το εθνικό νόμισμα, καθώς, επίσης, και η ασθενική ανάκαμψη στα εμπορεύματα. Συγκεκριμένα, στο σύνολό τους, οι δείκτες τιμών εμπορευμάτων βρίσκονται σε επίπεδα 10% με 17% χαμηλότερα από τα επίπεδα στις αρχές του έτους. Για το 2020, αναμένουμε ο πραγματικός ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ να φτάσει το -6,4%, αναθεωρημένος προς τα κάτω σε σχέση με την προηγούμενη εκτίμησή μας. Με τους δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, την περίοδο Απριλίου-Μαΐου, να καταγράφουν σημαντική πτώση, και τον πληθωρισμό, τον Μάιο, στο 1,9% να βρίσκεται αρκετά χαμηλότερα του ενδιάμεσου στόχου 4% της Κεντρικής Τράπεζας, αναμένουμε το βασικό επιτόκιο να μειωθεί κάτω από το τρέχον επίπεδο του 2,3%, με τον κίνδυνο για περαιτέρω ενίσχυση της μεταβλητότητας στο βραζιλιάνικο ρεάλ.
- **Στη Ρωσία,** οι πρόδρομοι δείκτες της οικονομίας σηματοδοτούν μια μικρή βελτίωση στην οικονομική δραστηριότητα, με τις λιανικές πωλήσεις, τον Ιούνιο, να καταγράφουν μείωση σε ετήσια βάση 7,7% σε σχέση με μια μείωση 19,2% τον προηγούμενο μήνα. Βελτίωση καταγράφηκε και στον δείκτη PMI στη μεταποίηση, ο οποίος ανήλθε στο 49,4 από το 36,2, χωρίς, ωστόσο, να ξεπεράσει το σημείο αναφοράς των 50 μονάδων. Ωστόσο, δεδομένης της αβεβαιότητας σχετικά με τις προβολές

3 | Δείκτες Περιοριστικών Μέτρων για την Αντιμετώπιση του Covid-19



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ΠΙΝΑΚΑΣ | Προβλέψεις Βασικών Μεγεθών

	ΑΕΠ		Πληθωρισμός		Παρεμβατικό Επιτόκιο	
	2020f	2021f	2020f	2021f	2020f	2021f
Βραζιλία	-6,4	2,8	2,3	2,9	2,05	3,2
Ρωσία	-5,0	3,2	3,2	3,4	4,15	4,35
Ινδία	-4,1	6,0	4,9	3,55	3,6	3,7

της οικονομικής δραστηριότητας, αναθεωρούμε τις προβλέψεις μας για ύφεση της τάξης του 3,8% προς τα κάτω και αναμένουμε ύφεση της τάξης του 5%, για το 2020, με κύριους παράγοντες, τον αντίκτυπο των περιοριστικών πολιτικών στην εσωτερική κατανάλωση και τις επενδύσεις, την ασθενέστερη εξωτερική ζήτηση, καθώς και τον περιορισμό στην παγκόσμια παραγωγή πετρελαίου. Η επέκταση των οικονομικών κυρώσεων από την Ε.Ε., μέχρι το 2021, δεν αναμένεται να επηρεάσει αισθητά τη ρωσική οικονομία, δεδομένων των επιπτώσεων των προηγούμενων κυρώσεων, αλλά και των υψηλών συναλλαγματικών διαθεσίμων. Κρίσιμο ερώτημα παραμένει το πότε θα επιτευχθεί μια πλήρης άρση των περιοριστικών μέτρων, καθώς δεν παρατηρείται μείωση των κρουσμάτων του πρώτου κύματος της πανδημίας, ενώ το σενάριο για ένα δεύτερο κύμα, νωρίτερα του αναμενόμενου, είναι ιδιαίτερα πιθανό. Οι πληθωριστικές πιέσεις από το αδύναμο νόμισμα αναμένεται να αντισταθμιστούν από τη χαμηλή εσωτερική ζήτηση, δίνοντας κίνητρο στην Κεντρική Τράπεζα να προχωρήσει σε περαιτέρω μείωση στο βασικό επιτόκιο, μέχρι το τέλος του έτους.

- **Η Ινδία** βρίσκεται ήδη στη δίνη της επιβράδυνσης της οικονομικής της δραστηριότητας, καθώς το προηγούμενο έτος σημείωσε τη χαμηλότερη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ εδώ και 11 χρόνια. Ο Covid-19 αναμένεται να επιβαρύνει την οικονομική δραστηριότητα, παρά το γεγονός ότι η κυβέρνηση έχει ήδη διαθέσει δύο πακέτα στήριξης για την εγχώρια οικονομία. Για αυτό τον λόγο, αναθεωρούμε τις προβλέψεις μας για το οικονομικό έτος 2020, σε ύφεση της τάξης του -4,1%. Η αναμενόμενη επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ, το υψηλό χρέος και το ιδιαίτερα αποδυναμωμένο χρηματοοικονομικό σύστημα της χώρας (το 2020 κατέρρευσε η YES Bank, περιορίζοντας, έτσι, περισσότερο, την πιστωτική ανάπτυξη) αποτελούν βασικούς επιβραδυντικούς παράγοντες της πραγματικής δραστηριότητας. Επιπρόσθετα, το δημοσιονομικό έλλειμμα για το 2020 αναμένεται να φτάσει το 12,1% σύμφωνα με εκτιμήσεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου. Η σημαντική μείωση των διεθνών τιμών πετρελαίου αναμένεται να στηρίξει την εγχώρια κατανάλωση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών, καθώς η Ινδία είναι εισαγωγέας πετρελαίου, εντούτοις η σχετικά θετική αυτή εξέλιξη αναμένεται να αντισταθμιστεί από την αποδυναμωμένη ζήτηση, τα υψηλά ποσοστά ανεργίας, αλλά και την αύξηση των φόρων στα καύσιμα. Η Κεντρική Τράπεζα προχώρησε, εντός του έτους, σε δυο μειώσεις του παρεμβατικού επιτοκίου, ενώ αναμένεται να προβεί σε περαιτέρω μειώσεις, με σκοπό την τόνωση του ΑΕΠ.



03

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Η άμεση, και χωρίς όριο, υιοθέτηση, από τις Κεντρικές Τράπεζες και τις κυβερνήσεις, μιας ιδιαίτερα επιθετικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των αρνητικών συνεπειών της πανδημίας στην οικονομία, έδωσε σημαντική ώθηση στις μετοχικές αγορές.

Οι μετοχικοί δείκτες, μέσα σε σύντομο χρονικό διάστημα, άρχισαν όχι μόνο να ανακάμπτουν, αλλά και να πλησιάζουν τα προηγούμενα υψηλά τους. Κάποιοι μάλιστα (Nasdaq) κατέγραψαν νέα υψηλά. Στο ίδιο πλαίσιο, οι αποδόσεις και το “spread” των εταιρικών ομολόγων υποχώρησαν σε επίπεδα κοντά σε αυτά της προ-κορονοϊού εποχής.

Τα γνωστά ασφαλή καταφύγια, κρατικά ομόλογα, χρυσός και δολάριο κινήθηκαν ανοδικά, καθώς οι επενδυτές, όπως και η οικονομία, δεν έχουν ξεπεράσει το σοκ που προκάλεσε η πανδημία. Το δολάριο, βέβαια, έχει αντιστρέψει, σε κάποιο βαθμό, την αρχική του κίνηση, καθώς τα μακρο-οικονομικά στοιχεία βελτιώνονται και εκτός των ΗΠΑ.

Συνολικά, διατηρούμε τις θέσεις μας αμετάβλητες και παρακολουθούμε τις εξελίξεις για καλύτερες-λιγότερο αβέβαιες-συνθήκες για ανάληψη ρίσκου.

- **Ο S&P500 ενισχύθηκε 20% στο Β' τρίμηνο**, ενώ η διατήρηση του θετικού momentum στην αγορά συντέλεσε στο να καταγράφει κέρδη από την αρχή του έτους. Η άμεση λήψη δραστικών μέτρων για τη στήριξη της οικονομίας, τόσο από τη Fed όσο και από την κυβέρνηση των ΗΠΑ, είχε θετικά αποτελέσματα μέχρι στιγμής. Ωστόσο, οι οικονομικές επιπτώσεις που δημιουργεί ο Covid-19 είναι αρκετά σοβαρές και το δεύτερο έντονο κύμα κρουσμάτων που βιώνουμε κάνει την όποια εκτίμηση, για το άμεσα επόμενο διάστημα, σχετικά αβέβαιη. Εκτός από αυτό, οι επερχόμενες εκλογές και το γεγονός ότι οι σχέσεις μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας εμφανίζουν σημάδια επιδείνωσης, μας κάνει να **διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στις αμερικανικές μετοχές**.
- **Ο EuroStoxx ενισχύθηκε κατά 16,3% το Β' τρίμηνο**, περιορίζοντας τις απώλειές του από την αρχή του έτους. Ανοδικά κινήθηκαν και οι υπόλοιποι ευρωπαϊκοί μετοχικοί δείκτες, με τον DAX να καταγράφει την καλύτερη απόδοση (23,90%) και τον IBEX 35 (6,57%) τη μικρότερη. Η ΕΚΤ συνεχίζει να παρεμβαίνει δυναμικά, αυξάνοντας το μέγεθος και επεκτείνοντας τη διάρκεια του έκτακτου πανδημικού προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης PEPP. Θετική εξέλιξη είχαμε, επίσης, τόσο για την ενίσχυση της οικονομίας όσο και για τη συνοχή της Ευρωζώνης, από τη συμφωνία για το ταμείο ανάκαμψης ύψους €750 δισ. **Ωστόσο, οι αποτιμήσεις σε συνδυασμό με τις μη πειστικές εκτιμήσεις για τη μετέπειτα κερδοφορία μας κάνουν να διατηρούμε την ήπια αρνητική θέση μας**.
- **Ο Nikkei 225 ενισχύθηκε 17,82% το Β' τρίμηνο**, καταγράφοντας χαμηλότερες αποδόσεις έναντι των ανεπτυγμένων αγορών (MSCI Κόσμος 18,8%). Παρά τη μεγάλη δημοσιονομική στήριξη, οι ενδείξεις

για ανάκαμψη της οικονομίας είναι υποτονικές, λόγω της έντονης εξάρτησης από τις εξαγωγές, οι οποίες μειώνονται, για 19ο συνεχόμενο μήνα, τον Ιούνιο. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική θέση για τη μετοχική αγορά.**

- **Ο δείκτης MSCI EM(\$)** ενισχύθηκε **17,3% έναντι 18,8% του MSCI Κόσμου το Β' τρίμηνο**, με το σύνολο των κύριων αναδυομένων μετοχικών αγορών να ενισχύονται. Η επέκταση του Covid-19 περιορίζει, σημαντικά, τις εκτιμήσεις για την ανάπτυξη στις κύριες αναδυόμενες αγορές το 2020, όπου

Κατηγορία Επένδυσης	Επενδυτική Θέση	Αλλαγή
Μετοχές	Ήπια Αρνητική	
ΗΠΑ	Ουδέτερη	
Ευρωζώνη	Ήπια Αρνητική	
Ιαπωνία	Ήπια Αρνητική	
Αναδ. Αγορών	Ουδέτερη	
Κρατικά Ομόλογα	Ήπια Αρνητική	
ΗΠΑ	Ουδέτερη	
Ευρωζώνη (Γερμανία)	Αρνητική	
Εταιρικά & Αναδ. Αγορών	Αρνητική	
Επενδ. Διαβάθμισης (IG) ΗΠΑ	Ουδέτερη	
Επενδ. Διαβάθμισης (IG) Ευρωζώνης	Ουδέτερη	
Υψηλών Αποδόσεων (HY) ΗΠΑ	Αρνητική	
Υψηλών Αποδόσεων (HY) Ευρωζώνης	Πολύ Αρνητική	
Αναδ. Αγορών	Αρνητική	
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Υπέρ Ευρώ	
USDJPY	Ήπια υπέρ Γιέν	
EURGBP	Ουδέτερη	
Εμπορεύματα	Ουδέτερη	
Χρυσός	Ήπια Θετική	
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	
Μετρητά	Θετική	

Κίνα και Ινδία αναμένεται να αναπτυχθούν με ιδιαίτερα χαμηλούς ρυθμούς σε σχέση με το παρελθόν, ενώ Βραζιλία και Ρωσία θα βρεθούν σε ύφεση. **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις αναδυόμενες αγορές**, καθώς η θετική απόκλιση του ρυθμού ανάπτυξης, τα πιο ελκυστικά θεμελιώδη και οι αποτιμήσεις των αναδυομένων έναντι των ανεπτυγμένων αγορών αντισταθμίζονται από τον μεγαλύτερο κίνδυνο, για τις συνέπειες του Covid-19, στις οικονομίες των αναδυομένων αγορών. **Ωστόσο, η αποδυνάμωση του δολαρίου ενισχύει το ενδεχόμενο να αναθεωρήσουμε ανοδικά τη θέση μας στις αναδυόμενες στο εγγύς μέλλον.**

- **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης των ΗΠΑ**, παρά τα ιστορικά χαμηλά των αποδόσεων, με διεύρυνση των επιλογών και σε χαμηλότερα tiers της επενδυτικής βαθμίδας, αναζητώντας καλύτερη απόδοση, καθώς η Fed προσφέρει μια ασφαλιστική δικλείδα. Παραμένουμε, **υποεπενδεδυμένοι στα μη επενδυτικής διαβάθμισης**, καθώς το spread τους έχει υποχωρήσει κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο και οι ανησυχίες για την οικονομική ανάκαμψη επανεμφανίζονται με την αύξηση των κρουσμάτων στις ΗΠΑ.

Διατηρούμε ουδέτερη θέση στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς θεωρούμε ότι η όποια τάση για άνοδο θα περιοριστεί από το συνεχιζόμενο QE και τα χαμηλά επιτόκια, αλλά και από την υποβόσκουσα αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας και τις οικονομικές επιπτώσεις της. **Παραμένουμε, συνολικά, πιο διστακτικοί για τα ομόλογα της Ευρωζώνης και των αναδυομένων αγορών.**

- **Σημαντική ανάκαμψη κατέγραψαν τα εμπορεύματα το Β' τρίμηνο**, με εξαίρεση τον δείκτη των αγροτικών προϊόντων ο οποίος συνέχισε να υποχωρεί. Το πετρέλαιο κατέγραψε τις καλύτερες αποδόσεις, καθώς υπέστη σημαντικές πιέσεις κατά το Α' τρίμηνο. Ο χρυσός, σαν ασφαλές καταφύγιο, συνέχισε να κινείται ανοδικά και μάλιστα καλύτερα από το Α' τρίμηνο. Οι προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας εξακολουθούν να παραμένουν σχετικά δύσκολες, σύμφωνα με εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών με τον αυξανόμενο αριθμό κρουσμάτων σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη να εγείρει προβληματισμό και ανησυχία για ένα δεύτερο κύμα εξάπλωσης της πανδημίας. **Διατηρούμε ουδέτερη θέση στα εμπορεύματα και στο πετρέλαιο, ενώ στον χρυσό η θέση μας παραμένει ήπια θετική.**

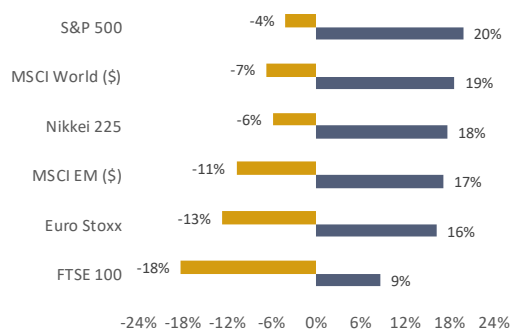
04 ΜΕΤΟΧΕΣ

Η άμεση υιοθέτηση, από τις Κεντρικές Τράπεζες και τις κυβερνήσεις, μιας ιδιαίτερα επιθετικής δημοσιονομικής και νομισματικής πολιτικής για την αντιμετώπιση των αρνητικών συνεπειών της πανδημίας στην οικονομία, έδωσε σημαντική ώθηση στις μετοχικές αγορές. Οι αγορές ήδη προεξοφλούν την επάνοδο στην κανονικότητα, το 2021, όπου η πανδημία θα έχει αντιμετωπιστεί, τα στοιχεία για την παγκόσμια οικονομία, καθώς και η εταιρική κερδοφορία θα έχουν διαμορφωθεί σε επίπεδα 2019, με αποτέλεσμα οι μετοχικές αγορές να βρίσκονται κοντά σε ιστορικά υψηλά. Με τις αποτιμήσεις να διαμορφώνονται κοντά σε ιστορικά υψηλά, με τάση να διαμορφωθούν σε δυσθεώρητα επίπεδα, η τεχνική εικόνα είναι, τουλάχιστον, σχετικά θετική σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, ωστόσο, προβληματίζει σε μεσοπρόθεσμο. Με την αίσθηση ότι οι μετοχικές αγορές έχουν προεξοφλήσει ήδη ένα πολύ θετικό σενάριο, παραμένουμε υπο-επενδεδυμένοι στο σύνολο του μετοχικού χαρτοφυλακίου, αναζητώντας χαμηλότερα επίπεδα εισόδου, διατηρούμε αρνητική θέση σε Ευρωζώνη και Ιαπωνία, ουδέτερη στις ΗΠΑ, με προτίμηση στους κλάδους της υγείας και των financials, ενώ στις αναδυόμενες αγορές παραμένουμε ουδέτεροι (με προδιάθεση για αύξηση θέσης) και έχουμε έκθεση στη μετοχική αγορά της Κίνας.

4.1 Μετοχικές αγορές

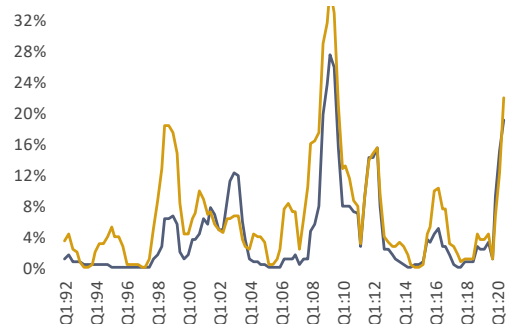
- Οι μετοχικές αγορές **ανέκαμψαν εντυπωσιακά στην πλειοψηφία** τους στη διάρκεια του Β' τριμήνου, περιορίζοντας σημαντικά τις απώλειες που είχαν από την αρχή του έτους (Διάγραμμα 1). Η **μεταβλητότητα ενισχύθηκε σημαντικά**, με το ποσοστό των ημερήσιων συνεδριάσεων με μεταβολή μεγαλύτερη του +2% και μικρότερη του -2% σε ετήσια βάση (12m rolling data), να διαμορφώνεται στο δεύτερο υψηλότερο σημείο της τελευταίας 30ετίας στις ανεπτυγμένες και τις αναδυόμενες αγορές (Διάγραμμα 2).

1 | Αποδόσεις κυριότερων αγορών - Β' τρίμηνο



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Ποσοστό ημερ. αποδόσεων στο έτος (12m rolling) με μτβ >+2% και <-2%



- Η άνοδος βασίστηκε, κατά κύριο λόγο, στην άμεση υιοθέτηση, από τις Κεντρικές Τράπεζες και τις κυβερνήσεις, μιας ιδιαίτερα επιθετικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Παράλληλα, η αισιοδοξία είναι διάχυτη ότι θα τεθεί άμεσα σε κυκλοφορία το εμβόλιο και το φάρμακο για την αντιμετώπιση του Covid-19, με την αγορά να αγνοεί την αύξηση των νέων κρουσμάτων.
- Το άνοιγμα της παγκόσμιας οικονομίας, μετά από περίοδο καραντίνας, δημιούργησε ευφορία, με τα πρώτα στοιχεία για τις οικονομίες σε επίπεδο πρόδρομων δεικτών και πραγματικών στοιχείων να δημιουργούν προϋποθέσεις για V-Shape ανάκαμψή τους. Ωστόσο, εάν προκύψει ένα δεύτερο κύμα πανδημίας, θα αποτελέσει αρνητική εξέλιξη, καθώς αναμένεται να πλήξει ξανά την οικονομική δραστηριότητα.
- Οι σχέσεις μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας εμφανίζουν σημάδια επιδείνωσης, ξεκινώντας από το πολιτικό επίπεδο, όπου, μεταξύ των άλλων, γίνεται επίρριψη ευθυνών για το υπαίτιο στην επέκταση της πανδημίας παγκοσμίως, ενώ οι συμφωνίες που έχουν για τις μεταξύ τους εμπορικές σχέσεις τίθενται εν αμφιβόλω. Παράλληλα, βρισκόμαστε σε χρονιά εκλογών, όπου η ρητορική μεταξύ των δύο υποψηφίων πιθανόν να αυξήσει τη μεταβλητότητα, παραμένει πιθανή η επιβολή δασμών από τις ΗΠΑ σε προϊόντα επιμέρους χωρών, ενώ δεν υπάρχει συμφωνία σχετικά με το Brexit.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη κύριων αγορών & δείκτες αποτιμήσεων

	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις (Last12m)								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest P/E	17y avg P/E	Decile Κατανομή	Latest P/BV	17y avg P/BV	Decile Κατανομή	Latest D/Y	17y avg D/Y	Decile Κατανομή
	2020	2021	2020	2020	2020	2021									
S&P 500	-19.8%	26.9%	-3.4%	8.9%	-0.5%	3.2%	22.5	16.5	10	3.5	2.7	10	1.8%	2.0%	2
EuroStoxx	-40.5%	50.9%	-8.5%	8.6%	-26.5%	19.9%	20.8	14.3	10	1.5	1.6	4	2.9%	3.4%	1
Stoxx 600	-36.8%	40.4%	-11.9%	8.8%	-28.5%	19.1%	19.6	14.3	10	1.7	1.8	4	3.2%	3.5%	3
FTSE 100	-37.6%	37.8%	-17.3%	10.7%	-34.7%	22.6%	16.5	13.3	9	1.5	1.9	1	4.2%	3.9%	8
Nikkei 225	-27.5%	32.4%	-10.3%	8.1%	-6.0%	6.4%	22.0	22.0	7	1.6	1.6	5	2.0%	1.6%	8
MSCI World	-23.2%	30.4%	-6.2%	8.7%	-6.9%	7.3%	21.4	16.4	10	2.9	2.4	10	2.3%	2.4%	3
MSCI EM	-13.3%	42.3%	-12.2%	18.8%	-5.1%	11.6%	17.6	14.0	9	1.6	2.0	1	2.9%	2.9%	4

Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

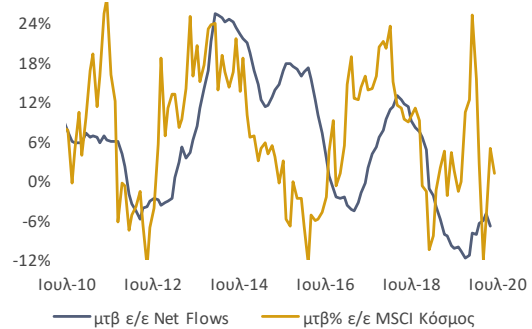
- Η κερδοφορία θα πληγεί σημαντικά το 2020, ωστόσο, η αγορά προεξοφλεί τη δυνατή ανάκαμψη της το 2021 (βλέπε Πίνακα 1), η οποία όμως απέχει αρκετά χρονικά μέχρι την υλοποίησή της, ενώ δεν λαμβάνει υπόψη τις αρνητικές συνέπειες ενός πιθανού δεύτερου κύματος σε οικονομία και εταιρείες.
- Σε επιμέρους αποτιμήσεις, η συντριπτική πλειοψηφία των δεικτών διαπραγματεύεται σε επίπεδα σημαντικά υψηλότερα από τον μέσο όρο 18ετίας (Πίνακας 1), ενώ η αναμενόμενη μείωση της κερδοφορίας, τουλάχιστον σε κοντινό χρονικό ορίζοντα, θα επιδεινώσει περαιτέρω τους δείκτες.
- Ο δείκτης επενδυτικού κλίματος στις ΗΠΑ (AAll Index, Bulls-Bears μέσος όρος 3 μηνών) έχει υποχωρήσει σε χαμηλό τουλάχιστον 10ετίας (Διάγραμμα 3), ωστόσο, σε επιμέρους χρονικές περιόδους, ιστορικά, τα χαμηλά του δείκτη αντιπαραβάλλονται με μετέπειτα ανοδικές κινήσεις του S&P500. Πάντως, η ανοδική πορεία των μετοχικών αγορών δεν έχει συνοδευτεί από αύξηση των εισροών σε αμοιβαία κεφάλαια (Διάγραμμα 4), απόρροια και της προτίμησης σε μετοχικά ETFs, ενώ υπάρχουν μελέτες και δημοσιεύματα που αναφέρουν τη σημαντική συνεισφορά των retail επενδυτών μέσω πλατφόρμων στην ανοδική κίνηση.

3 | Δείκτης Επενδ. Κλίματος ΗΠΑ (AAII Index)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4 | Καθαρές ροές Α/Κ έναντι MSCI Κόσμος



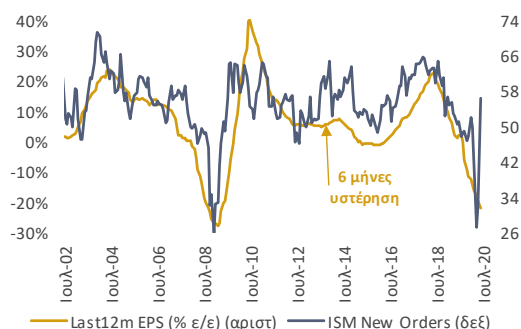
- Η τεχνική εικόνα των επιμέρους δεικτών **παρουσιάζει διαφοροποιήσεις**, καθώς, τόσο σε βραχυ-πρόθεσμο χρονικό ορίζοντα (1-3 μήνες) όσο και σε μεσοπρόθεσμο (6-9 μήνες), είναι ικανοποιητική για τον S&P500 και ο MSCI EM, ενώ προβληματίζει για τον EuroStoxx και τον Nikkei 225.
- Η ανοδική κίνηση της αγοράς **είναι αποτέλεσμα της διάχυτης αισιοδοξίας ότι οι αρνητικές συνέπειες του Covid-19 στην παγκόσμια οικονομία θα είναι πρόσκαιρες** και θα υπάρξει ανάκαμψη το επόμενο διάστημα, επηρεάζοντας θετικά την εταιρική κερδοφορία. Οι **παρεμβάσεις των Κεντρικών Τραπεζών περιορίζουν το downside**, που πιθανόν να δημιουργεί μια ενδεχόμενη απόκλιση μεταξύ της ανόδου, λόγω θετικών προσδοκιών και των πραγματικών στοιχείων (σε μακρο και μικρο επίπεδο), που δεν δικαιολογούν, απόλυτα, την κίνηση αυτή.
- Τα επερχόμενα **στοιχεία αναμένεται να είναι τουλάχιστον τόσο άσχημα όσο στην κρίση του 2019**, με τα παρόντα επίπεδα των μετοχικών αγορών να είναι συμβατά με πολύ υψηλούς δείκτες αποτίμησης για το 2020, αλλά και για το 2021, καθώς λαμβάνεται υπόψιν ένα ιδιαίτερα θετικό σενάριο.
- Αναμένοντας διακύμανση εντός εύρους το 2020, παραμένουμε **σε ήπια υπο-επενδεδυμένη θέση, αναζητώντας, ως σημείο αύξησης της θέσης μας, το μέσο του εύρους αυτού.**

4.2 ΗΠΑ: Ουδέτερη θέση

- Ο S&P500 ενισχύθηκε 20% στο Β' τρίμηνο, ενώ η διατήρηση του θετικού momentum στην αγορά έχει συντελέσει, έτσι ώστε **ο δείκτης να καταγράφει κέρδη από την αρχή του έτους**. Παράλληλα, ο δείκτης μεταβλητότητας VIX έχει υποχωρήσει κοντά σε χαμηλά 6 μηνών, **ωστόσο, παραμένει υψηλότερα από το εύρος που είχε κινηθεί τα τελευταία χρόνια.**
- Η Fed και η κυβέρνηση των ΗΠΑ προβαίνουν στη λήψη άμεσων και δραστικών μέτρων, **με στόχο να στηρίξουν την οικονομία**. Ωστόσο, το δεύτερο έντονο κύμα του Covid-19 πιθανόν να εμποδίσει την προσπάθεια ανάκαμψης που σηματοδοτεί η πλειοψηφία των οικονομικών στοιχείων. Παράλληλα, τα στοιχεία για την απασχόληση καταδεικνύουν την πολύ δύσκολη κατάσταση, στην οποία βρίσκεται η αγορά εργασίας. Όμως, η δημοσιονομική στήριξη είναι αρκετά μεγάλη, ώστε να μετριάσει, μερικώς, τις σοβαρές οικονομικές επιπτώσεις που δημιουργεί ο Covid-19.
- **Οι bottom-up εκτιμήσεις συγκλίνουν σε μείωση 19,8% του EPS το 2020 και ανάκαμψη 26,9% το 2021** (Πίνακας 1), με το σενάριο αυτό να δείχνει ότι το εκτιμώμενο EPS του 2021 θα είναι ελαφρώς

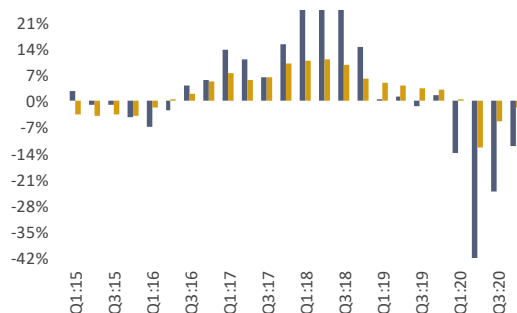
υψηλότερο (+1,8%) από τα επίπεδα που είχε διαμορφωθεί το 2019. Οι εκτιμήσεις είναι αισιόδοξες, εάν ληφθεί υπόψη ότι προκύπτουν από την παραδοχή ότι θα επανέλθουμε άμεσα στην κανονικότητα. Παράλληλα, αντίστοιχη μείωση της εκτιμώμενης κερδοφορίας το 2020 (-25%) και ανάκαμψή της στη συνέχεια προκύπτουν στο στατιστικό υπόδειγμα (πρόδρομος μεταποιητικός δείκτης, λόγος νέων παραγγελιών προς αποθέματα, πληθωρισμός, κλίση της καμπύλης των Treasuries, απόκλιση εταιρικής κερδοφορίας S&P500 και αυτής που καταγράφεται στους εθνικούς λογαριασμούς), που χρησιμοποιούμε για να προσεγγίσουμε την εταιρική κερδοφορία του S&P500.

5 | Πρόδρομοι δείκτες & %(ε/ε) Last 12m EPS



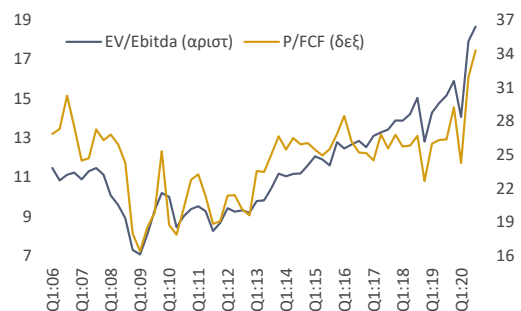
Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6 | Μτβ% πωλήσεων & EPS (τ/τ, ετήσια μτβ)



- Στα αποτελέσματα τριμήνου, οι εκτιμήσεις συγκλίνουν στο ότι οι **μέγιστες απώλειες πιθανόν να καταγραφούν στο Β' τρίμηνο**, ενώ το EPS θα ανακάμψει στο Α' τρίμηνο του 2021 (Διάγραμμα 6).
- Οι αποτιμήσεις του S&P500 **διαμορφώνονται σε υψηλά τουλάχιστον 18ετίας**, όπως απεικονίζονται στον Πίνακα 1, με την **επιχειρηματολογία για ακριβές αποτιμήσεις** να ενισχύεται από τα επίπεδα που διαμορφώνονται οι δείκτες Εν/Ebitda και P/Free Cash Flow (65% και 41% premium έναντι του μέσου όρου 14ετίας, Διάγραμμα 7) και από τη σχέση μεταξύ της κεφαλαιοποίησης του S&P500 και του ονομαστικού ΑΕΠ (Διάγραμμα 8), που βρίσκεται σε υψηλό τουλάχιστον 30ετίας.

7 | Δείκτες αποτίμησης S&P500



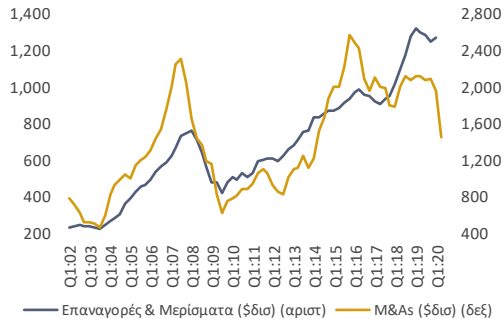
Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

8 | Κεφαλαιοποίηση S&P500/ΑΕΠ (ονομαστ.)

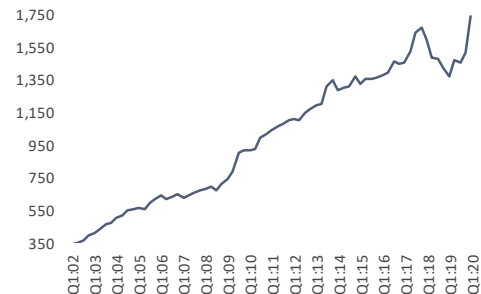


- Οι εταιρείες του S&P500 **αύξησαν οριακά το συνολικό ποσό που διέθεσαν για επαναγορές ιδίων μετοχών και μερίσματα** στο Α' τρίμηνο (Διάγραμμα 9), ωστόσο, ο περιορισμός της οικονομικής δραστηριότητας και η στήριξη που θα λάβουν κάποιες εταιρείες από τη Fed και την κυβέρνηση, στο πλαίσιο των προγραμμάτων που έχουν εκπονήσει, **τις ωθεί να μειώσουν δραστικά την ιδιαίτερα**

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



10 | Ταμειακά διαθέσιμα & κοντινών λήξεων επενδύσεις (ex-fin) - δισ\$

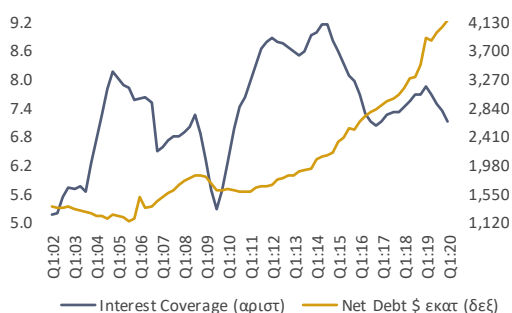


Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

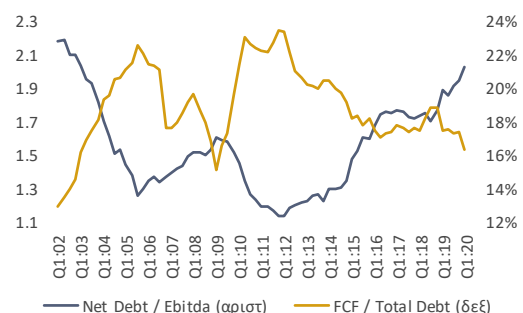
φιλική πολιτική προς τους μετόχους. Παράλληλα, η δραστηριότητα των εταιρειών σε επίπεδο M&As περιορίστηκε ραγδαία στο Β' τρίμηνο και προϋδεάζει αρνητικά ότι αντίστοιχη τάση θα παρατηρηθεί στο ποσό που διατίθεται για επαναγορές ιδίων μετοχών και μερίσματα, στην ίδια χρονική περίοδο.

- Τα μέτρα στήριξης των εταιρειών που προαναφέρθηκαν είναι πιθανόν ο κύριος λόγος που **ενισχύθηκαν σημαντικά τα ταμειακά διαθέσιμα και οι κοντινών λήξεων επενδύσεις για τις εταιρείες του S&P500 (ex fin)** στο Α' τρίμηνο, καθώς ανήλθαν στα \$1,74 τρισ. (Διάγραμμα 10).
- Ο καθαρός δανεισμός συνέχισε **να κατακτά νέα ιστορικά υψηλά** και ανήλθε στα \$4,2 τρισ. για τις εταιρείες του S&P500 (ex fin), ενώ ο δείκτης κάλυψης (interest coverage) διατήρησε την πτωτική του πορεία και **βρέθηκε κοντά στο χαμηλότερο σημείο της τελευταίας 10ετίας** (Διάγραμμα 11). Το πακέτο στήριξης από τη Fed και την κυβέρνηση και η μείωση του κόστους δανεισμού είναι θετικές εξελίξεις, αλλά **οι δείκτες μόχλευσης πιθανόν να επιδεινωθούν περαιτέρω, ενώ η μείωση της κερδοφορίας θα πλήξει τους δείκτες κάλυψης, διαμορφώνοντάς τους σε επίπεδα 2008** (Διάγραμμα 12).

11 | Καθαρός δανεισμός & δείκτες μόχλευσης



12 | Δείκτες μόχλευσης S&P500 (ex financials)



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Η συνολική τεχνική εικόνα του S&P500 **έχει βελτιωθεί και είναι σχετικά θετική**, καθώς στη θετική εικόνα σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα προστίθεται η ουδέτερη σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.
- Η άνοδος του S&P500 βασίζεται στο ότι Fed και κυβέρνηση των ΗΠΑ χρησιμοποιούν το **οικονομικό τους οπλοστάσιο στον μέγιστο βαθμό**, με τους επενδυτές **να αισιοδοξούν στην άμεση και ισχυρή ανάκαμψη** της οικονομίας και της εταιρικής κερδοφορίας το 2021, με τα ρίσκα, όμως, να

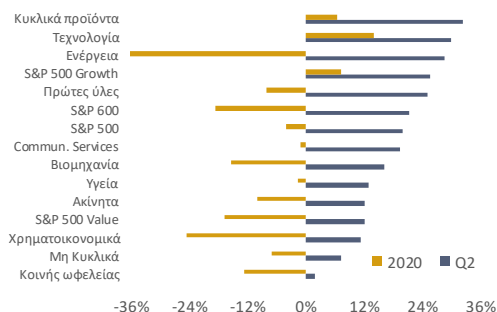
είναι προς τα κάτω. Παράλληλα, οι επερχόμενες εκλογές πιθανόν να αυξήσουν τη μεταβλητότητα στις αγορές, καθώς οι δύο υποψήφιοι, με τη ρητορική τους, θα προσπαθήσουν να προσελκύσουν το ενδιαφέρον των ψηφοφόρων, ενώ το ευρύτερο περιβάλλον χαρακτηρίζεται από αβεβαιότητα.

- Λαμβάνοντας υπόψη τα θεμελιώδη και τις αποτιμήσεις στη τρέχουσα συγκυρία, **η μέση δίκαιη τιμή του S&P500 για τις επόμενες 52 εβδομάδες είναι οι 2.900 μονάδες και ανέρχεται στις 3.150 μονάδες σε ένα ιδιαίτερα θετικό σενάριο**. Ωστόσο, ο δείκτης έχει ξεπεράσει αυτά τα επίπεδα, έχοντας ως σύμμαχο την απεριόριστη ρευστότητα, **με την τεχνική εικόνα του δείκτη να συγκλίνει ότι θα κινηθεί σε ένα εύρος μεταξύ 2.845 - 3.440 μονάδες**. Σε ορούς γεωγραφικής κατανομής παραμένουμε ουδέτεροι στις ΗΠΑ.

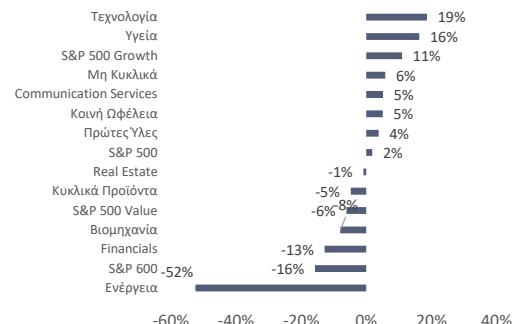
ΗΠΑ - Κλάδοι, Μεγάλη vs Μικρή κεφαλαιοποίηση, Growth vs Value

- Στη διάρκεια του Β' τριμήνου, **το σύνολο των κλάδων ενισχύθηκε** (Διάγραμμα 13), με τους growth κλάδους της τεχνολογίας και των κυκλικών προϊόντων να ξεχωρίζουν, τους value κλάδους των μη κυκλικών προϊόντων και της κοινής ωφέλειας να υστερούν, ενώ ο κλάδος της ενέργειας κατέγραψε κέρδη, περιορίζοντας τις απώλειες που είχε από την αρχή του έτους. Στη διάρκεια του τριμήνου, η μικρή κεφαλαιοποίηση κατέγραψε μεγαλύτερα από τη μεγάλη, ενώ από την αρχή του έτους **οι growth εταιρείες έχουν ξεχωρίσει σημαντικά σε επίπεδο αποδόσεων, με επίκεντρο την τεχνολογία**.

13 | Αποδόσεις κλάδων S&P500



14 | Μτβ% EPS 2019 και εκτιμώμενου EPS 2021



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Ο κλάδος της τεχνολογίας ευνοήθηκε από τις συνθήκες** που δημιούργησε η πανδημία και κατέγραψε τις υψηλότερες αποδόσεις από την αρχή του έτους. Παράλληλα, είναι ο κλάδος με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη αύξηση μεταξύ του EPS του 2019 και του EPS του 2021 (Διάγραμμα 14). Οι εκτιμήσεις για τη μεταβολή του EPS στη 2ετία δικαιολογούν εν μέρει τις καλύτερες αποδόσεις, από την αρχή του χρόνου, στους κλάδους της υγείας και των communication services, αλλά δεν δικαιολογούν την πορεία των κυκλικών προϊόντων.
- Σύμφωνα με τις τρέχουσες εκτιμήσεις (Πίνακας 2) για το 2020, **τεχνολογία, υγεία, μη κυκλικά προϊόντα και κοινή ωφέλεια είναι οι κλάδοι που αναμένεται να παρουσιάσουν οριακή μεταβολή EPS**, σε αντίθεση με τους λοιπούς κλάδους που αναμένεται σημαντική υποχώρηση EPS ή και ζημιές (κλάδος ενέργεια). Οι κλάδοι που θα πληγούν περισσότερο το 2020, σε επίπεδο κερδοφορίας, αναμένεται να ξεχωρίσουν το 2021 (βιομηχανία, κυκλικά προϊόντα, ενέργεια). Σε επίπεδο αποτιμήσεων, ο κλάδος των financials εμφανίζεται πιο ελκυστικός σε επιμέρους κατηγορίες σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους, καθώς η αγορά προεξοφλεί το γεγονός ότι αναμένεται να είναι από τους κλάδους που θα πληγούν σημαντικά από την ύφεση.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες αποτιμήσεων

	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις (Last12m)								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest P/E	18y avg P/E	Decile Κατανομής	Latest P/BV	18y avg P/BV	Decile Κατανομής	Latest D/Y	18y avg D/Y	Decile Κατανομής
	2020	2021	2020	2021	2020	2021									
Βιομηχανία	-51.9%	91.4%	-13.7%	10.9%	-8.6%	2.1%	28.8	17.1	10	4.3	3.3	8	2.0%	2.2%	4
Τεχνολογία	3.9%	14.2%	2.7%	7.8%	7.3%	4.5%	25.8	18.2	9	8.3	4.3	10	1.2%	1.3%	4
Μη Κυκλικά	-1.9%	7.9%	2.3%	2.4%	2.0%	3.9%	20.8	18.3	9	5.4	4.5	9	2.8%	2.6%	5
Κυκλικά Πρ.	-48.1%	83.4%	-4.0%	14.0%	-25.5%	12.8%	43.6	19.8	10	8.7	4.3	10	1.0%	1.3%	2
Υγεία	2.5%	13.4%	7.3%	6.5%	9.3%	7.9%	17.3	16.2	5	4.4	3.6	9	1.7%	1.9%	4
Ενέργεια	-	-	-31.0%	20.5%	-3.2%	-3.8%	-	20.5	-	1.2	2.1	0	5.7%	2.6%	10
Financials	-33.6%	31.4%	-3.8%	4.3%	1.5%	-1.9%	14.5	14.9	7	1.2	1.5	4	2.6%	2.2%	9
Πρώτες Ύλες	-19.1%	28.2%	-8.2%	6.8%	4.3%	5.2%	22.1	17.2	9	2.4	2.8	2	2.3%	2.2%	7
Κοινή Ωφέλ.	-0.4%	5.4%	-0.9%	3.6%	3.9%	1.8%	19.3	15.2	10	2.0	1.7	9	3.3%	3.9%	1
Comm. Serv	-14.0%	22.3%	1.0%	10.3%	-3.1%	4.3%	23.2	18.9	10	3.3	2.7	7	1.2%	2.3%	1
Real Estate	-7.6%	7.2%	-2.9%	6.4%	-6.8%	2.0%	20.5	19.0	8	3.4	2.6	9	3.1%	3.5%	4
S&P500	-19.8%	26.9%	-3.4%	8.9%	-0.5%	3.2%	22.5	16.5	10	3.5	2.7	10	1.8%	2.0%	2
S&P600	-55.0%	87.3%	-9.3%	7.4%	-30.5%	2.7%	26.6	17.5	10	1.6	1.9	1	2.2%	1.8%	8
S&P Growth	-8.4%	21.2%	0.3%	10.4%	3.9%	5.2%	24.7	18.3	10	5.9	3.7	10	1.5%	1.8%	1
S&P Value	-27.3%	29.2%	-5.1%	7.1%	-0.8%	2.2%	18.1	15.4	9	2.3	2.4	4	2.7%	2.3%	9

Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

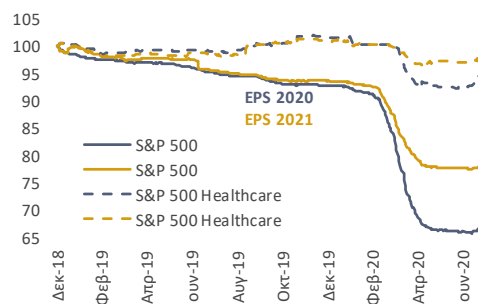
- Χρησιμοποιώντας bottom-up κλαδική αξιολόγηση (θεμελιώδη στοιχεία και αποτιμήσεις), το υπό-δειγμα αποτίμησης και επιλογής κλαδικών μετοχικών επενδύσεων (μακροοικονομικά και χρηματοοικονομικά στοιχεία) και τη μέθοδο ποσοτικοποίησης των ενδείξεων δεικτών τεχνικής ανάλυσης, διατηρούμε την προτίμησή μας στον χρηματοοικονομικό κλάδο και στον κλάδο υγείας, ενώ ενδιαφέρον παρουσιάζουν ο κλάδος ενέργειας και οι communication services.
- Ο χρηματοοικονομικός κλάδος έχει τις προϋποθέσεις να σημειώσει καλύτερες αποδόσεις έναντι του S&P500. **Οι αποτιμήσεις είναι οι πλέον ελκυστικές μεταξύ των κλάδων**, απόρροια και της ανησυχίας ότι θα επηρεαστεί σημαντικά από την ύφεση, **η Fed χαλαρώνει το ρυθμιστικό πλαίσιο για τις επενδύσεις των τραπεζών**, ενώ παρά τους περιορισμούς που υπάρχουν στη διανομή μερίσματος, **η μερισματική απόδοση του κλάδου είναι υψηλότερη από την αντίστοιχη του S&P500**. Η **ανοδική κίνηση της κλίσης της καμπύλης 10-2** (Διάγραμμα 15) και η διατήρησή της σε υψηλότερα επίπεδα πιθανόν να συνεισφέρουν θετικά στη κερδοφορία του κλάδου, η οποία πλήττεται από

15 | Σχετική απόδοση S&P500 & Financials έναντι κλίσης καμπύλης 10-2



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

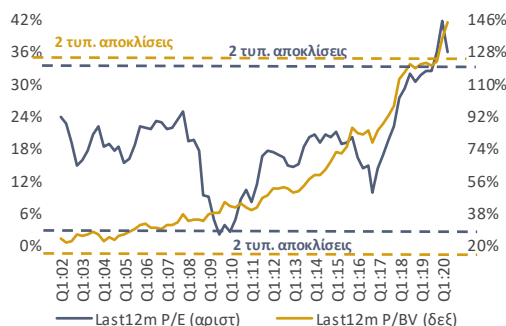
16 | Πορεία εκτιμήσεων EPS2020 & 2021



την αύξηση των προβλέψεων για επισφάλειες. Παράλληλα, οι τράπεζες είναι **οι αγωγοί που θα διοχετεύσουν τη ρευστότητα των μέτρων στήριξης** της Fed και της κυβέρνησης των ΗΠΑ. Η τεχνική εικόνα είναι θετική, σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, και σχετικά αρνητική, στο σύνολό της.

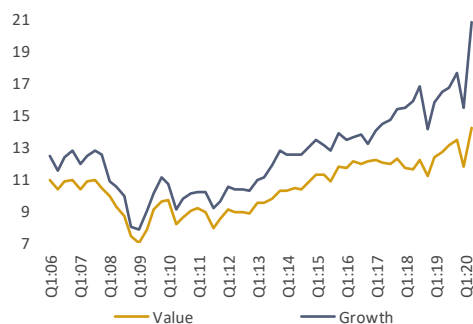
- Ο κλάδος της υγείας έχει καταγράψει καλύτερες αποδόσεις έναντι του S&P500 από την αρχή του έτους, καθώς είναι **στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος λόγω Covid-19**, με τα **θεμελιώδη και τις αποτιμήσεις να εμφανίζονται στην τρέχουσα συγκυρία να είναι καλύτερα έναντι της αγοράς**. Ενδεικτικά, οι εκτιμήσεις για το EPS του 2020 και του 2021 έχουν αναθεωρηθεί πτωτικά 28% και 17% αντίστοιχα για τον S&P500, από την αρχή του έτους, ενώ για τον κλάδο υγείας έχουν αναθεωρηθεί πτωτικά 7% και 3% αντίστοιχα (Διάγραμμα 16). Παράλληλα, όπως απεικονίζεται και στο Διάγραμμα 14, το EPS για το 2021 του κλάδου αναμένεται να είναι 15% υψηλότερα από το EPS του 2019 έναντι 1% που είναι η αντίστοιχη μεταβολή για τον S&P500. Το ενδεχόμενο να βρεθεί ο κλάδος στο επίκεντρο της θεματολογίας ενόψει εκλογών πιθανόν να αποτελέσει αρνητικό καταλύτη. Η τεχνική εικόνα είναι πολύ θετική, σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και στο σύνολό της.
- Ο **κλάδος ενέργειας** πιθανόν να έχει προεξοφλήσει αρκετά αρνητικά και να μην έχει ενσωματώσει στις τιμές του την ανάκαμψη της τιμής του πετρελαίου και τις συνέπειες στη κερδοφορία του. Ωστόσο, έχοντας έκθεση στον κλάδο, στο παρελθόν, βιώσαμε τον χαρακτηρισμό του ως value trap. Η τεχνική εικόνα είναι ουδέτερη, σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, και σχετικά αρνητική, στο σύνολό της. Παράλληλα, παρακολουθούμε την πορεία του **κλάδου των communication services**, καθώς αναμένεται υψηλός ρυθμός αύξησης EPS το 2021, είναι κλάδος που ευνοήθηκε από τις συνθήκες που δημιουργήθηκαν λόγω πανδημίας, ωστόσο, οι αποτιμήσεις είναι σε υψηλά επίπεδα. Η τεχνική εικόνα είναι σχετικά θετική σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα και στο σύνολό της.
- Η κύρια διαφορά των value έναντι των growth εταιρειών είναι τα χαμηλότερα επίπεδα αποτιμήσεων και ρυθμού αύξησης της κερδοφορίας. Στις σχετικές αποτιμήσεις, ο S&P500 Growth **βρίσκεται σε ακραίες τιμές** έναντι του S&P500 Value (Διάγραμμα 17), με την επιχειρηματολογία να ενισχύεται από την απόκλιση που υπάρχει σε όρους EV/Ebitda (Διάγραμμα 18). Η τεχνική εικόνα του S&P500 Growth και του S&P500 Value είναι σχετικά θετική και θετική αντίστοιχα, σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα, ενώ στο σύνολό τους είναι θετική και σχετικά αρνητική αντίστοιχα. **Διατηρούμε την προτίμησή μας για τις Value έναντι των Growth εταιρειών.**

17 | Αποτιμήσεις-Premium Growth vs Value



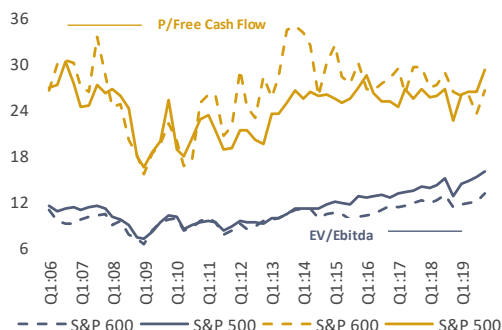
Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

18 | Πορεία EV/Ebitda, Growth vs Value



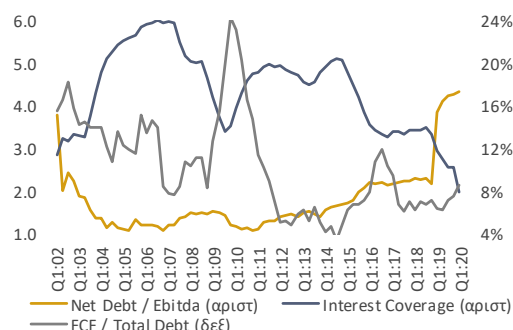
- Η μικρή κεφαλαιοποίηση (S&P600) ενισχύθηκε 21,5% στο Β' τρίμηνο έναντι 20% του S&P500, ενώ από την αρχή του έτους υποχωρεί 18,5% έναντι 4% του S&P500, πιθανόν λόγω των εκτιμήσεων για σημαντική υποχώρηση στο EPS το 2020. Οι πιο ελκυστικές αποτιμήσεις της μικρής κεφαλαιοποίησης έναντι της μεγάλης (Διάγραμμα 19), η υστέρηση σε επίπεδο αποδόσεων που καταγράφει του-

19 | Πορεία EV/Ebitda, P/FCF-S&P500, S&P600



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

20 | Δείκτες μόχλευσης & κάλυψης-S&P600

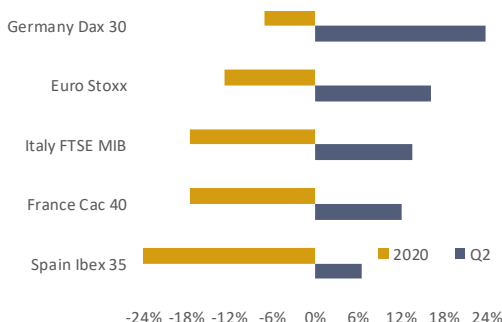


λάχιστον την τελευταία 2ετία, τα πακέτα στήριξης της οικονομίας που πιθανόν να ευνοήσουν ιδιαίτερα τη μικρομεσαία επιχειρηματικότητα, **δημιουργούν τις προϋποθέσεις για καλύτερες αποδόσεις της μικρής κεφαλαιοποίησης**. Ωστόσο, η υψηλή μόχλευση είναι πηγή ανησυχίας, με επιμέρους δείκτες της να είναι σε υψηλά τουλάχιστον 20ετίας, ενώ, σε αντίστοιχα χαμηλά, διαμορφώνονται επιμέρους δείκτες κάλυψης (Διάγραμμα 20). Η τεχνική εικόνα του S&P600 είναι θετική στο σύνολό της. **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση αν και υπάρχει επιχειρηματολογία για αύξηση της θέσης.**

4.3 Ευρωζώνη: Ήπια αρνητική θέση

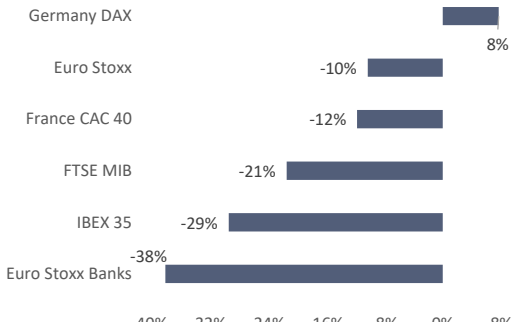
- Ο EuroStoxx ενισχύθηκε 16,3% στο Β' τρίμηνο, περιορίζοντας τις απώλειες από την αρχή του έτους, ενώ στις επιμέρους αγορές (Διάγραμμα 21), ο Dax30 κατέγραψε τα υψηλότερα κέρδη, με τη γερμανική κυβέρνηση να παρεμβαίνει δυναμικά για να τονώσει την οικονομία, ακολούθησαν ο γαλλικός Cac40 και ο ιταλικός FTSE MIB (12,3% και 13,6% αντίστοιχα), ενώ ο Ισπανικός Ibex35 υστέρησε, καθώς ο Covid-19 πλήττει την οικονομία της χώρας περισσότερο από τις αρχικές εκτιμήσεις.

21 | Αποδόσεις κυριότερων αγορών Ευρωζώνης



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

22 | Μτβ% EPS 2019 και εκτιμώμενου EPS 2021



- Τα πιο πρόσφατα στοιχεία στην Ευρωζώνη σηματοδοτούν την **προσπάθεια ανάκαμψης**, με την **ΕΚΤ να συνεχίζει να παρεμβαίνει δυναμικά**, καθώς αύξησε το μέγεθος και επέκτεινε τη διάρκεια του έκτακτου πανδημικού προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης PEPP, ενώ θετική εξέλιξη για τη χάραξη κοινής δημοσιονομικής πολιτικής μεταξύ των μελών της Ευρωζώνης αποτελεί η συμφωνία μεταξύ των ηγετών της Ε.Ε. για το ταμείο ανάκαμψης συνολικού ύψους €750 δισ.
- Με τις εκτιμήσεις να συγκλίνουν σε μείωση EPS μεγαλύτερη του 40% στο Β' τρίμηνο του 2020 (ε/ε),

ο EuroStoxx αναμένεται να έχει τη μεγαλύτερη μείωση EPS το 2020 και αύξηση το 2021 μεταξύ των κυριότερων αγορών, όπως αναφέρεται στον Πίνακα 1. **Ωστόσο, οι εκτιμήσεις για το EPS του 2021 συγκλίνουν ότι θα είναι περίπου 10% χαμηλότερο έναντι του EPS του 2019**, με το Διάγραμμα 22 να δικαιολογεί την καλύτερη απόδοση του Dax30, ενώ σημαντική υποχώρηση αναμένεται να σημειωθεί στο EPS στις χώρες τις περιφέρειας και τις τράπεζες.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

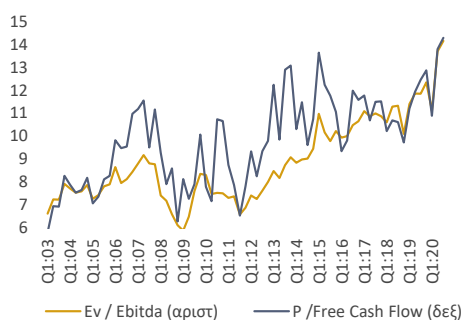
Εκτιμήσεις για θεμελιώδη & αποτιμήσεις κύριων μετοχικών αγορών Ευρωζώνης

	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις (Last12m)								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest P/E	18y avg P/E	Decile Κατανομής	Latest P/BV	18y avg P/BV	Decile Κατανομής	Latest D/Y	18y avg D/Y	Decile Κατανομής
	2020	2021	2020	2020	2020	2021									
Dax-30	-23.0%	39.5%	-6.8%	8.1%	-8.8%	13.7%	18.1	13.8	10	1.5	1.6	3	2.8%	3.1%	3
Cac-40	-43.5%	56.2%	-15.0%	10.5%	-26.3%	20.8%	21.5	13.9	10	1.6	1.6	6	2.9%	3.3%	2
Ibex-35	-59.6%	84.1%	-17.5%	12.2%	-42.3%	36.3%	21.0	14.3	10	1.2	1.7	1	3.9%	4.4%	4
FTSE MIB	-52.8%	64.7%	-12.6%	8.5%	-23.6%	20.1%	18.5	14.6	9	1.2	1.3	5	3.8%	4.1%	3
EZ Banks	-59.8%	55.2%	-6.2%	1.7%	-65.3%	68.3%	12.1	13.1	5	0.5	1.0	1	4.5%	4.1%	7
Eurostoxx	-38.4%	47.0%	-9.1%	8.9%	-25.4%	19.7%	20.1	14.3	10	1.6	1.6	5	3.0%	3.4%	2

Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

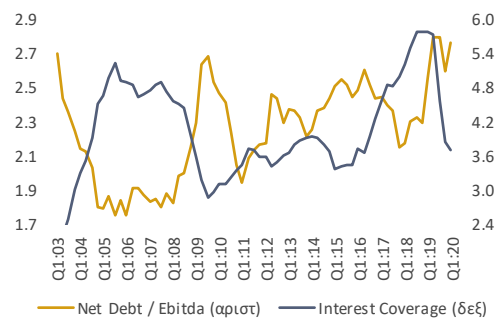
- Τόσο ο EuroStoxx, όσο και οι κύριες επιμέρους μετοχικές αγορές στην Ευρωζώνη διαπραγματεύονται με αποτιμήσεις που διαμορφώνονται σαφώς υψηλότερα από τους μέσους όρους 18ετίας, όπως απεικονίζεται τόσο στον Πίνακα 3 (Last12m P/E, P/BV, Div Yield), όσο και στο Διάγραμμα 23 (EV/Ebitda, P/FCF). Εν αντιθέσει, οι αποτιμήσεις για τις τράπεζες είναι χαμηλότερες, καθώς αναμένεται περιορισμός των εκτιμήσεων για την κερδοφορία, λόγω αρνητικών επιτοκίων, ύφεσης και των περιορισμών στη διανομή μερισμάτων.

23 | Επιμέρους δείκτες αποτίμησης



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

24 | Επιμέρους δείκτες μόχλευσης



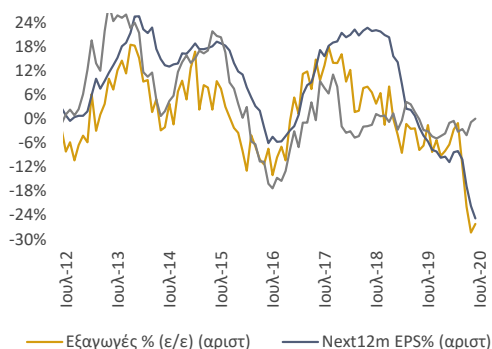
- Παράλληλα, επιμέρους δείκτες μόχλευσης του EuroStoxx διαμορφώνονται σε υψηλά επίπεδα (ενδεικτικά, Net Debt / Ebitda σε υψηλό τουλάχιστον 18ετίας), ωστόσο, στην παρούσα συγκυρία, οι εταιρείες δεν έχουν πρόβλημα να καλύψουν τις υποχρεώσεις τους.
- Η τεχνική εικόνα του EuroStoxx και των επιμέρους μετοχικών δεικτών διαμορφώνεται σε αρνητική στο σύνολό της (με εξαίρεση του Dax30 που είναι ουδέτερη), ενώ σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα είναι σχετικά αρνητική, τόσο για τον EuroStoxx όσο και για τους επιμέρους δείκτες.
- Διατηρούμε την ήπια αρνητική θέση, εν μέσω προβληματισμού, για τη μετέπειτα πορεία της οικονομίας, παρόλο που η ΕΚΤ τη στηρίζει δυναμικά και τα κράτη μέλη κινούνται προς την υιοθέτηση κοινής

γραμμής. Οι αποτιμήσεις, σε συνδυασμό με τις μη πειστικές εκτιμήσεις για τη μετέπειτα κερδοφορία, η ασάφεια σχετικά με τη συμφωνία για το Brexit λειτουργούν επιβαρυντικά, ενώ παράλληλα δοκιμάζεται η ποιότητα των τραπεζικών ισολογισμών, εν μέσω ύφεσης και αρνητικών επιτοκίων.

4.4 Ιαπωνία: Ήπια αρνητική θέση

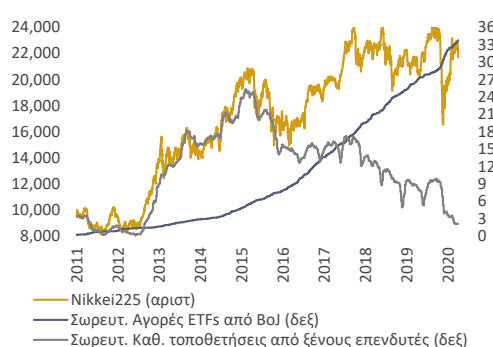
- Ο Nikkei225 ενισχύθηκε 17,82% στο Β' τρίμηνο, καταγράφοντας χαμηλότερες αποδόσεις έναντι των ανεπτυγμένων αγορών (MSCI Κόσμος 18,8%), ωστόσο, σε επίπεδο αποδόσεων είχε απώλειες 5,8% στη διάρκεια του Α' εξαμήνου.
- Παρά τη μεγάλη δημοσιονομική στήριξη, οι ενδείξεις για ανάκαμψη της οικονομίας είναι υποτονικές, λόγω της έντονης εξάρτησης από τις εξαγωγές. **Ο ρυθμός ανάπτυξης της ιαπωνικής οικονομίας αναμένεται να συρρικνωθεί 4% το 2020**, για να ανακάμψει 2,5% το 2021, ενώ **η μείωση των εξαγωγών, για 19ο συνεχόμενο μήνα, τον Ιούνιο**, προβληματίζει σημαντικά, λόγω του έντονου εξαγωγικού προσανατολισμού της χώρας, με τις εκτιμήσεις να συγκλίνουν για διατήρηση της τάσης τουλάχιστον για το 2020. Παράλληλα, η BoJ **θα συνεχίσει την πολύ χαλαρή νομισματική πολιτική της**.
- Όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 25, οι εταιρείες με **εξαγωγικό προσανατολισμό πλήττονται περισσότερο**, με αποτέλεσμα οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία στο σύνολο της αγοράς να αναθεωρούνται **έντονα πτωτικά**, παρόλο που το γιεν υποτιμήθηκε έναντι του δολαρίου. Ωστόσο, η Κεντρική Τράπεζα **συνεχίζει να στηρίζει τη μετοχική αγορά μέσω αγορών ETF's**, αυξάνοντας το ποσό προς αγορά στην περίοδο της πτώσης, και περιορίζοντας το τελευταίο διάστημα, όπου υπάρχει εξομάλυνση στις αγορές. Στον αντίποδα, όπως απεικονίζεται στο Διάγραμμα 26, **οι τοποθετήσεις ξένων επενδυτών συνεχίζουν να περιορίζονται**.

25 | Ετήσια μεταβολή Next12m EPS, ισοτιμία USD/JPY και εξαγωγές



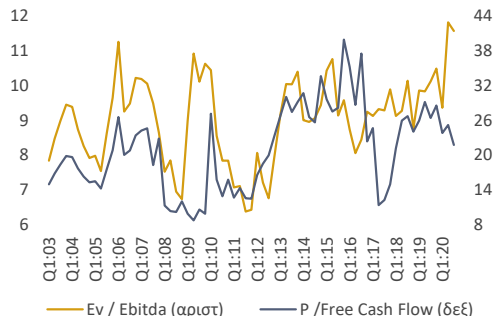
Πηγή: FactSet | Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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



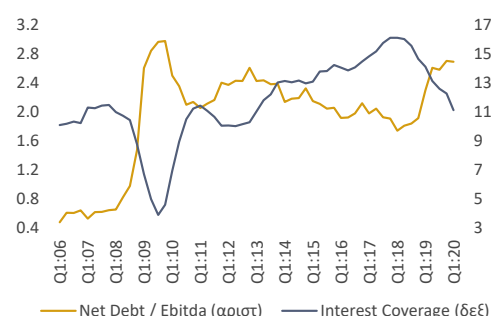
- Με τις εκτιμήσεις να συγκλίνουν σε μείωση EPS 26% το 2020 και αύξηση 31% το 2021, οι αποτιμήσεις σε επίπεδο Last12m P/E, P/BV και Div Yield βρίσκονται σε επίπεδα **πέριξ των μέσων όρων 18ετίας** (Πίνακας 1). Σε όρους Εν/Ebitda, ο Nikkei225 διαπραγματεύεται **σε υψηλά τουλάχιστον 18ετίας, ωστόσο, είναι σε χαμηλότερα επίπεδα από τον αντίστοιχο δείκτη** του S&P500 και του EuroStoxx, ενώ ο δείκτης P/Free Cash Flow διαμορφώνεται σε επίπεδα μέσου όρου 18ετίας (Διάγραμμα 27).
- Οι ιαπωνικές εταιρείες διαθέτουν ικανοποιητικούς δείκτες μόχλευσης και κάλυψης υποχρεώσεων, οι οποίοι **διαμορφώνονται σε καλύτερα επίπεδα από τους μέσους όρους 15ετίας** (Διάγραμμα 28),

27 | Επιμέρους δείκτες αποτιμήσεων



Πηγή: FactSet | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

28 | Επιμέρους δείκτες μόχλευσης & κάλυψης



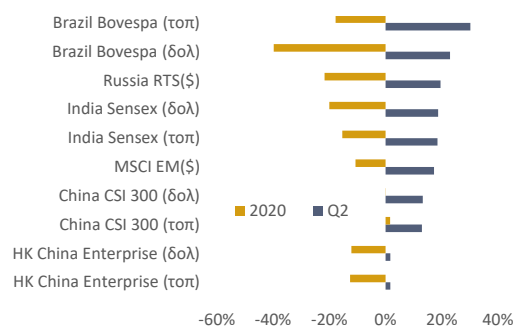
με τα ταμειακά διαθέσιμα των εταιρειών να διαμορφώνονται σε υψηλά επίπεδα, ενώ η πολιτική των εταιρειών προς τους μετόχους παραμένει ιδιαίτερα φιλική.

- Η τεχνική εικόνα του Nikkei225 **διαμορφώνεται σε σχετικά αρνητική στο σύνολό της**, όπως είναι και η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα, ενώ η μεσοπρόθεσμη είναι αρνητική.
- Η ιαπωνική οικονομία είναι σε ύφεση και οι εξαγωγές της, το κύριο χαρακτηριστικό της, μειώνονται ασταμάτητα, ενώ αντίστοιχη πορεία ακολουθούν οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία. Παράλληλα, δεν πρέπει να αγνοηθεί η εξάρτηση της αγοράς από την BoJ. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική θέση** στη μετοχική αγορά της Ιαπωνίας.

4.5 Αναδυόμενες αγορές: Ουδέτερη Θέση - Προτίμηση σε Κίνα

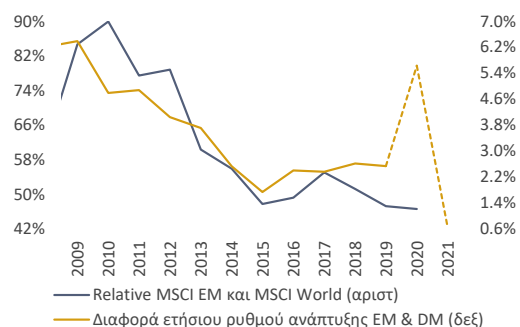
- Ο δείκτης MSCI EM(\$)¹ ενισχύθηκε 17,3% έναντι 18,8% του MSCI Κόσμου στο Β' τρίμηνο, με το σύνολο των κύριων αναδυομένων αγορών να ενισχύεται. Οι αγορές με τη μεγαλύτερη έκθεση σε πρώτες ύλες (Βραζιλία, Ρωσία) είχαν τα μεγαλύτερα κέρδη, ενώ υστέρησαν οι κινεζικές μετοχές, οι οποίες, όμως, καταγράφουν καλύτερες αποδόσεις από την αρχή του έτους (Διάγραμμα 29).
- Η επέκταση του Covid-19 **περιορίζει σημαντικά τις εκτιμήσεις για την ανάπτυξη στις κύριες αναδυόμενες αγορές το 2020**, όπου αναμένεται Κίνα και Ινδία να αναπτυχθούν με ιδιαίτερα χαμηλούς ρυθμούς σε σχέση με το παρελθόν, ενώ Βραζιλία και Ρωσία θα βρεθούν σε ύφεση. Οι κυβερνήσεις των χωρών **λαμβάνουν μέτρα δημοσιονομικής τόνωσης**, με τις Κεντρικές Τράπεζες **να χαλαρώνουν τη νομισματική πολιτική τους**.

29 | Αποδόσεις σε τοπ. νόμισμα & δολάριο



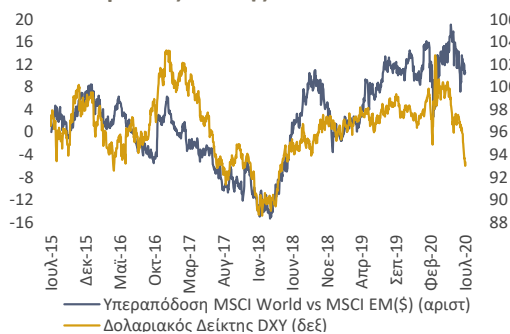
Πηγή: FactSet | IIF | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

30 | Αναδυόμενες έναντι Ανεπτυγμένων



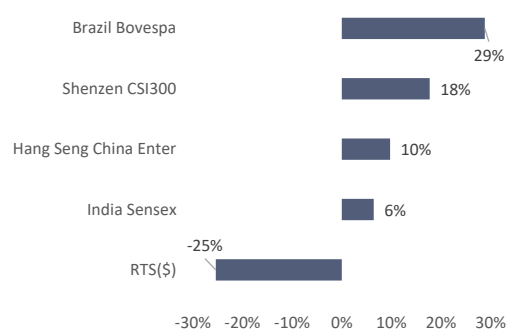
- Η **συσχέτιση μεταξύ της απόκλισης** του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης, μεταξύ αναδυομένων και ανεπτυγμένων αγορών, και της πορείας του MSCI EM και του MSCI World συνεχίζει να μη διατηρείται στη διάρκεια της φετινής χρονιάς, όπως και το 2018 και το 2019 (Διάγραμμα 30), καθώς **διατηρούνται λόγοι υποβάθμισης των εκτιμήσεων για την ανάπτυξη**.
- Η πορεία των αναδυομένων αγορών και η σχετική τους απόδοση έναντι των ανεπτυγμένων, **επηρεάζεται από τη σχέση του δολαρίου** με τα νομίσματα των κυριότερων αγορών. Ιστορικά, σε περιόδους ανατίμησης του δολαρίου, οι ανεπτυγμένες αγορές έχουν καλύτερες αποδόσεις έναντι των αναδυομένων, όπως απεικονίζεται εν μέρει και στο Διάγραμμα 31. Ωστόσο, το τελευταίο διάστημα, όπου το δολάριο έχει δεχθεί σημαντικές πιέσεις, η σχετική απόδοση μεταξύ αναδυομένων και ανεπτυγμένων αγορών δεν έχει αλλάξει αισθητά τάση, **οπότε εάν διατηρηθεί η μεταξύ τους συσχέτιση είναι πιθανή η επίτευξη καλύτερων αποδόσεων στις αναδυόμενες αγορές**.

31 | Υπεραπόδοση MSCI World vs MSCI EM & δολαριακός δείκτης DXY



Πηγή: FactSet | IIF | Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

32 | Μτβ% EPS 2019 και εκτιμώμενου EPS 2021



- Οι προσδοκίες συγκλίνουν σε μικρότερη μείωση του EPS το 2020 στις αναδυόμενες αγορές έναντι των ανεπτυγμένων και μεγαλύτερη αύξηση το 2021, όπου οι πιο έντονες διακυμάνσεις στη κερδοφορία αναμένονται στη Βραζιλία, στην Ινδία και στη Ρωσία. Παράλληλα, οι εκτιμήσεις για το EPS του 2021 συγκλίνουν ότι, με εξαίρεση τη Ρωσία, **θα είναι υψηλότερο από το αντίστοιχο του 2019 σε τοπικό νόμισμα** στις κύριες χώρες, σε αντίθεση με τις επιμέρους αναδυόμενες, όπου αναμένεται, είτε να είναι το ίδιο είτε να υστερεί.
- Στις επιμέρους μετοχικές αγορές, η εξέλιξη της κερδοφορίας του **Bovespa είναι σε άμεση συσχέτιση με τον κλάδο των πρώτων υλών και τις τράπεζες**, για τον **RTS(\$)** ο κλάδος **ενέργειας είναι το βαρόμετρο**, στην Ινδία, οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία του **Sensex έχουν αναθεωρηθεί έντονα πτωτικά**, όπως έχουν κινηθεί και οι εκτιμήσεις για την ανάπτυξη της οικονομίας, λόγω επέκτασης του Covid-19, ενώ, **πιο ανθεκτική εμφανίζεται η κερδοφορία των κινεζικών εταιρειών**.
- Η τεχνική εικόνα του MSCI EM είναι **θετική, στο σύνολό της, και πολύ θετική, σε βραχυπρόθεσμο χρονικό ορίζοντα**. Παράλληλα, το τελευταίο διάστημα παρατηρήθηκε αύξηση των τοποθετήσεων σε αμοιβαία κεφάλαια που τοποθετούνται στις αναδυόμενες αγορές.
- Όπως απεικονίζεται στον Πίνακα 4, οι αποτιμήσεις σε επίπεδο Last12m P/E, P/BV και Div Yield διαμορφώνονται υψηλότερα από τον μέσο όρο 18ετίας στις επιμέρους χώρες, **με εξαίρεση τη Κίνα, όπου οι αποτιμήσεις εμφανίζονται να είναι πιο ελκυστικές**. Ενσωματώνοντας την παράμετρο του δείκτη Ev/Ebitda, οι επιμέρους περιοχές εμφανίζονται να διαπραγματεύονται υψηλότερα από τους μέσους όρους τους στη 15ετία (Διάγραμμα 33).

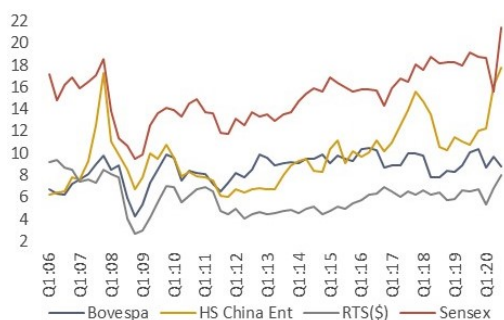
ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη κύριων Αναδυομένων Αγορών

	Θεμελιώδη						Αποτιμήσεις (Last12m)								
	Μτβ % EPS		Μτβ % Πωλ.		Μτβ % DPS		Latest P / E	17γ avg P / E	Decile Κατανο-μής	Latest P / BV	17γ avg P / BV	Decile Κατανο-μής	Latest D / Y	17γ avg D / Y	Decile Κατανο-μής
	2020	2021	2020	2020	2020	2021									
Bovespa	-58.6%	211.3%	-42.1%	57.8%	-9.7%	14.6%	32.3	13.1	10	2.1	1.5	9	2.7%	3.7%	1
RTS(\$)	-47.1%	40.9%	-31.2%	26.1%	-14.5%	13.1%	9.3	6.8	9	0.9	0.9	6	6.2%	4.0%	9
CSI - 300	1.8%	15.6%	0.4%	13.6%	0.1%	12.5%	14.5	15.9	5	1.7	2.2	4	2.3%	2.4%	4
HS China Ent.	-1.8%	11.7%	-1.3%	9.6%	-6.2%	11.5%	10.3	11.9	4	1.3	2.0	1	3.1%	3.2%	4
Sensex	-26.7%	45.2%	-6.6%	19.1%	-9.5%	19.0%	25.1	17.5	10	2.6	3.0	3	1.6%	1.7%	5
MSCI EM	-13.3%	42.3%	-12.2%	18.8%	-5.1%	11.6%	17.6	14.0	9	1.6	2.0	1	2.9%	2.9%	4
MSCI World	-23.2%	30.4%	-6.2%	8.7%	-6.9%	7.3%	21.4	16.4	10	2.9	2.4	10	2.3%	2.4%	3

Πηγή: FactSet, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

33 | EV / Ebitda - Αναδυόμενες Αγορές



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

34 | Interest Coverage - Αναδυόμενες Αγορές



- Οι δείκτες μόχλευσης (ενδεικτικά, Net Debt / Ebitda) ανήλθαν στο υψηλότερο σημείο τους, τουλάχιστον της τελευταίας 15ετίας, για τους δείκτες Hang Seng China Enterprises, Sensex και RTS(\$), και διαμορφώθηκαν αντίστοιχα σε 1,44x, 2,08x και 1,13x. Αντίθετα, ο δείκτης Net Debt / Ebitda υποχώρησε στο 2,07x για τον Bovespa, κοντά στους μέσους όρους 15ετίας, καθώς οι εταιρείες στη Βραζιλία περιορίζουν τη μόχλευσή τους.
- Αντίστοιχη εικόνα και στους δείκτες κάλυψης δανειακών υποχρεώσεων, οι οποίοι συνέχισαν να επιδεινώνονται και βρέθηκαν σε χαμηλά τουλάχιστον 15ετίας για τους δείκτες Hang Seng China Enterprises, Sensex και RTS(\$), (ενδεικτικά, Interest Coverage - Διάγραμμα 34), ενώ ο δείκτης του Bovespa δείχνει σημάδια σταθεροποίησης, αλλά είναι σε χαμηλότερα επίπεδα έναντι των υπόλοιπων αγορών.
- Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις αναδυόμενες αγορές, καθώς η θετική απόκλιση του ρυθμού ανάπτυξης, τα πιο ελκυστικά θεμελιώδη και αποτιμήσεις των αναδυομένων έναντι των ανεπτυγμένων αγορών αντισταθμίζονται από τον μεγαλύτερο κίνδυνο, για τις συνέπειες του Covid-19 στις οικονομίες των αναδυομένων αγορών. Ωστόσο, η αποδυνάμωση του δολαρίου ενισχύει το ενδεχόμενο να αναθεωρήσουμε ανοδικά τη θέση μας στις αναδυόμενες στο εγγύς μέλλον.
- Στις επιμέρους χώρες, η μετοχική αγορά της Κίνας συγκεντρώνει τις προϋποθέσεις να καταγράψει καλύτερες αποδόσεις, λόγω του των σημαντικών μέτρων στήριξης της οικονομίας, τόσο σε νομισματικό όσο και σε δημοσιονομικό επίπεδο, ενώ ως χώρα είναι ένα στάδιο μπροστά σε όρους εξέλιξης του Covid-19. Διατηρούμε τη θετική θέση.



05 ΟΜΟΛΟΓΑ

Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης των ΗΠΑ, παρά τα ιστορικά χαμηλά των αποδόσεων, με διεύρυνση των επιλογών και σε χαμηλότερα tiers της επενδυτικής βαθμίδας, αναζητώντας καλύτερη απόδοση, με τη Fed να προσφέρει μια ασφαλιστική δικλείδα.

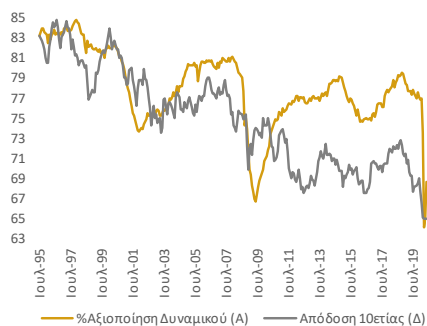
Παραμένουμε, υπο-επενδεδυμένοι στα μη επενδυτικής διαβάθμισης, καθώς το spread τους έχει υποχωρήσει κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο και οι ανησυχίες για την οικονομική ανάκαμψη επανεμφανίζονται με την αύξηση των κρουσμάτων στις ΗΠΑ. Διατηρούμε ουδέτερη θέση στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς θεωρούμε ότι η όποια τάση για άνοδο θα περιοριστεί από το συνεχιζόμενο QE και τα χαμηλά επιτόκια, αλλά και από την υποβόσκουσα αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας και τις οικονομικές επιπτώσεις της. Παραμένουμε, συνολικά, πιο διστακτικοί για τα ομόλογα της Ευρωζώνης και των αναδυομένων αγορών.

5.1 ΗΠΑ

- Το **10ετές κρατικό ομόλογο των ΗΠΑ** κινήθηκε σε στενό εύρος στο Β' τρίμηνο, με την απόδοση να κλείνει αμετάβλητη στην περιοχή του 0,60%. Μπαίνοντας στο Γ' τρίμηνο, κινήθηκε, αρχικά, ελαφρώς υψηλότερα, ωστόσο, στη συνέχεια επανήλθε κάτω από το 0,60%.
- Τα **επίπεδα αυτά φαίνονται χαμηλά**, δεδομένων κάποιων αρχικών ενδείξεων για πιο δυναμική οικονομική ανάκαμψη από ότι είχε εκτιμηθεί, **ενισχύοντας το σενάριο για ανάκαμψη τύπου V**. Περαιτέρω, η **προσδοκώμενη αύξηση των εκδόσεων ομολόγων του αμερικανικού δημοσίου** (αύξηση προσφοράς), προκειμένου να υποστηρίξει την αρωγή για την πανδημία, αποτελεί παράγοντα ανόδου των αποδόσεων.
- **Ωστόσο, είναι νωρίς ακόμη να θεωρήσει κανείς τους θετικούς ρυθμούς βιώσιμους**, παρά την αρχική δυναμική ανάκαμψη από τα εξαιρετικά χαμηλά επίπεδα δραστηριότητας, στο πλαίσιο της καραντίνας. Επίσης, οι ρυθμοί ανάπτυξης ήταν ήδη περιορισμένοι πριν το ξέσπασμα της πανδημίας. Παρά τα υψηλότερα επίπεδα των δεικτών ISM του Ιουνίου, ο δείκτης αξιοποίησης της παραγωγικής δυνατότητας, ενισχύθηκε, πρόσφατα, αλλά παραμένει σε συγκριτικά χαμηλά επίπεδα (Διάγραμμα 1).
- **Βασικός μοχλός η Fed: Τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια και η δέσμευση να παραμείνουν εκεί μέχρι και το τέλος του 2022, καθώς και η επανεκκίνηση του QE, θα αποτελέσουν βασικό παράγοντα διατήρησης των αποδόσεων κοντά στα τρέχοντα επίπεδα.** Το 2018, παρά την επιδείνωση στις εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ-Κίνας, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων δεν ξεκίνησαν να αποκλιμακώνονται πριν σηματοδοτήσει η Fed τη μεταβολή της πολιτικής της σε πιο ήπια κατεύθυνση. Αντίστοιχα, η όποια βελτίωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος δεν αναμένουμε να έχει σημαντική επίπτωση στα κρατικά ομόλογα μέχρι να προσαρμόσει τη ρητορική της η Fed. Η ανοδική πορεία των χρηματιστηρίων φαίνεται να μη συνάδει με τα χαμηλά επίπεδα των αποδόσεων.

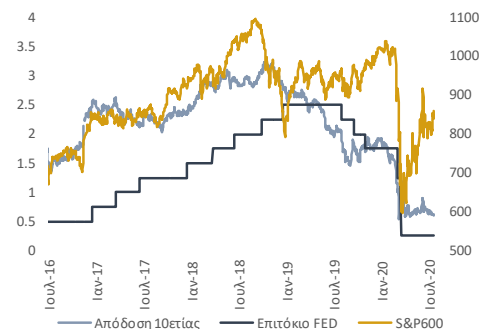
Ωστόσο, σε περιόδους εξαιρετικά χαλαρής νομισματικής πολιτικής έχει παρατηρηθεί, ξανά, να κινούνται ανοδικά και οι δύο αγορές (Διάγραμμα 2). Χαρακτηριστικά, το εύρος διακύμανσης των κρατικών αποδόσεων πήγε να σπάσει ανοδικά στις αρχές Ιουνίου, ωστόσο, η τάση ανακόπηκε, όταν η Fed δήλωσε ότι προτίθεται να κρατήσει τα επιτόκια στο τρέχον χαμηλό μέχρι και το 2022.

1 | Αξιοποίηση Παραγωγικού Δυναμικού, Απόδοση 10ετίας ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

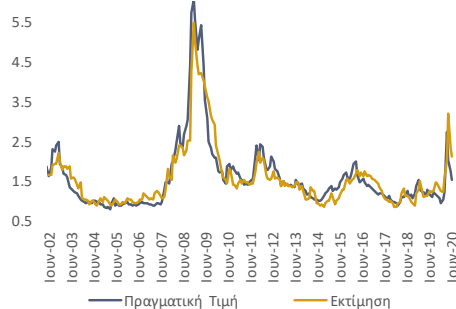
2 | Απόδοση 10ετίας, Επιτόκιο Fed, S&P600



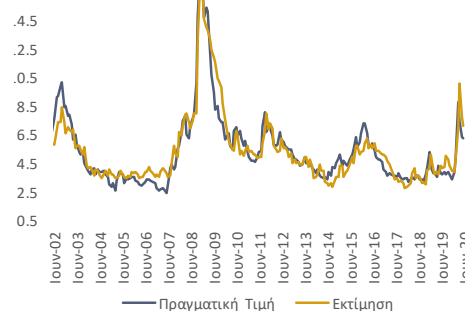
- Θεωρούμε ότι η όποια **τάση για άνοδο των αποδόσεων, προς το παρόν θα περιοριστεί από το συνεχιζόμενο QE και τα χαμηλά επιτόκια**, αλλά και από την υποβόσκουσα **αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας και τις οικονομικές επιπτώσεις της**.
- Σε αυτό το πλαίσιο, **διατηρούμε ουδέτερη θέση στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ**.
- Μετά τη σημαντική διεύρυνση στο Α' τρίμηνο, με κυκλικό υψηλό στις 375 μβ (Bloomberg - Barclays Index) στα τέλη του Μαρτίου, το spread των **ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης (IG)**, έκτοτε, σταδιακά αποκλιμακώνεται, στις 130 μβ στα τέλη του Ιουλίου, απέχοντας 30 μβ από τα προ-πανδημίας επίπεδα. Στη συρρίκνωση του spread συνέβαλε η υποστηρικτική στάση της Fed, συμπεριλαμβάνοντας την IG αγορά στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης, και η βελτίωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος. Το spread των IG συρρικνώθηκε, παρότι η πραγματική αγοραστική δραστηριότητα της Fed, στα εταιρικά, έχει υπάρξει μέχρι στιγμής περιορισμένη.
- Σύμφωνα με στατιστικό υπόδειγμα που περιλαμβάνει μεταβλητές της αγοράς και της οικονομίας, τα επίπεδα του spread στα τέλη του Ιουνίου (150 μβ) ήταν χαμηλότερα από μια εύλογη τιμή (208 μβ) (Διάγραμμα 3). Επίσης, είναι, πλέον, χαμηλότερα από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του.
- Η μόχλευση των εταιρειών έχει αυξηθεί εκ νέου, εν μέσω των διευκολύνσεων της Fed. Παρότι έχουν καταγραφεί νέα ιστορικά υψηλά, παρατηρείται ότι μέρος των εταιρειών εκδίδει ομόλογα και δανειοδοτείται χωρίς να το έχει άμεση ανάγκη, προκειμένου να επωφεληθεί από το πολύ ευνοϊκό επιτοκιακό περιβάλλον. Παρότι αυτό θα μπορούσε να έχει δευτερογενείς αρνητικές επιπτώσεις, μελλοντικά (ή αντίθετα να βοηθήσει την εταιρεία, μελλοντικά, σε συγκυρία υψηλότερου επιτοκιακού περιβάλλοντος), δεν αποτελεί ένδειξη παθογένειας των εταιρειών.
- Παράλληλα, οι IG εταιρείες συνεχίζουν να προσφέρουν ελκυστική απόδοση σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Η συνεχιζόμενη αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας στις ΗΠΑ και τις οικονομικές επιπτώσεις της, συνηγορούν σε τοποθετήσεις σε IG εταιρείες αντί για HY. Περαιτέρω, **το πρόγραμμα της Fed για τα εταιρικά, προσφέρει μια ασφαλιστική δικλείδα για τη διεύρυνση των επιλογών και σε χαμηλότερα tiers εντός της επενδυτικής διαβάθμισης, αναζητώντας καλύτερη απόδοση, δεδομένου ότι οι αποδόσεις των IG έχουν πέσει σε ιστορικά χαμηλά (Bloomberg-Barclays Index)**.

- Διατηρούμε ουδέτερη θέση στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης των ΗΠΑ.
- Αντίστοιχα, και τα ομόλογα μη επενδυτικής διαβάθμισης (HY) κάλυψαν μέρος των απωλειών του Α' τριμήνου, με το spread να συρρικνώνεται από 1.100 μβ τον Μάρτιο, κοντά στις 500 στις αρχές του Ιουλίου. Η πορεία αποκλιμάκωσης ήταν λιγότερο ομαλή από ότι για τα IG, παρουσιάζοντας μεγαλύτερη ευαισθησία στη μεταβλητότητα των αγορών.
- Το στατιστικό υπόδειγμα δείχνει ότι η πραγματική τιμή στα τέλη του Ιουνίου (626 μβ) ήταν χαμηλότερη από την εύλογη τιμή (708 μβ) (Διάγραμμα 4). Επίσης, η τρέχουσα τιμή βρίσκεται χαμηλότερα από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο (550 μβ με στοιχεία από το 2000), παρότι απέχει από τα προ-πανδημίας επίπεδα (350 μβ).

3 | Spread IG, Εκτίμηση



4 | Spread HY, Εκτίμηση



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Η παρέμβαση της Fed στην αγορά των HY έχει περιοριστεί σε ETF's και προβλέπει μόνο αγορές HY ομολόγων, με πρόσφατη υποβάθμιση (μετά-πανδημίας) στη μη επενδυτική κατηγορία, προσφέροντας χαμηλότερη ασφαλιστική δικλείδα από ότι για τα IG.
- Δεδομένης της αρκετά μεγάλης διορθωτικής κίνησης των HY, από τα υψηλά του spread τον Μάρτιο, και των αυξημένων κινδύνων (εξάπλωση πανδημίας και κίνδυνος νέων περιοριστικών μέτρων, αυξημένη μόχλευση) θεωρούμε ότι η έκθεση στα HY ομόλογα θα πρέπει να είναι περιορισμένη.
- Διατηρούμε την αρνητική θέση στα HY ομόλογα των ΗΠΑ.

5.2 Ευρωζώνη

- Η απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου παραμένει σε ένα μακροπρόθεσμο πτωτικό κανάλι, παρά τη μερική διόρθωση από το ιστορικό χαμηλό στο -0,85% που σημείωσε τον Μάιο, στο -0,54% τον Ιούλιο. Μία νέα ήπια πτωτική τάση παρατηρείται, από τη στιγμή που η Fed ανακοίνωσε ότι θα διατηρήσει τα επιτόκια στα τρέχοντα χαμηλά, και κατά τη διάρκεια του 2022 και όταν, παράλληλα, η ΕΚΤ ανακοίνωσε την αύξηση του έκτακτου προγράμματος αγορών ομολόγων (PEPP), κατά 600 δισ. ευρώ στα 1.350 δισ. ευρώ.
- Οι αποδόσεις των κρατικών γερμανικών ομολόγων αναμένεται να παραμείνουν πιεσμένες στους επόμενους μήνες, παρότι ανακάμπτει η οικονομική δραστηριότητα, καθώς η ποσοτική χαλάρωση της ΕΚΤ θα συντηρήσει τις χαμηλές αποδόσεις. Στον πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα, η αγορά βλέπει την απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου στην περιοχή του -0,38%, σε έναν χρόνο από τώρα,

ενώ σύμφωνα με το στατιστικό μας υπόδειγμα, που εμπεριέχει μεταβλητές της αγοράς και της οικονομίας, εκτιμάται ότι θα διαμορφωθεί στην περιοχή του -0,20%, στον ίδιο ορίζοντα.

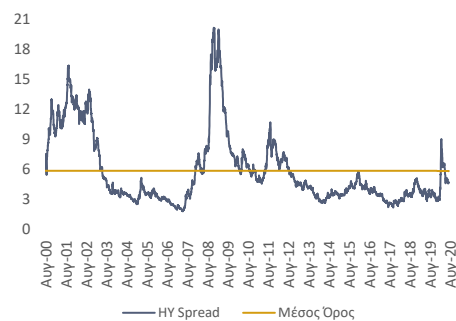
- Τα γερμανικά ομόλογα δεν αποτελούν ελκυστική επιλογή για τοποθέτηση, δεδομένων των αρνητικών αποδόσεων, παρότι, βραχυπρόθεσμα, μπορεί να δούμε ήπια άνοδο των τιμών τους.
- **Διατηρούμε την αρνητική θέση μας στα κρατικά ομόλογα της Ευρωζώνης.**
- Τα spread των **IG και HY ομολόγων της Ευρωζώνης** κατέγραψαν μερική διόρθωση μετά από τα κυκλικά υψηλά του Μαρτίου, από 247 μβ και 904 μβ αντίστοιχα, σε 128 μβ και 471 μβ τον Ιούλιο. Στην αποκλιμάκωση συνέβαλε η ενίσχυση του νέου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ (PEPP), η οποία συμπεριλαμβάνει εταιρικά ομόλογα.
- Το spread των IG ομολόγων έχει κατέλθει στα επίπεδα του μακροχρόνιου μέσου όρου, ωστόσο, δεν έχει επανέλθει ακόμη στην προ-πανδημίας περιοχή των 90 μβ (Διάγραμμα 5). **Η συνεχιζόμενη υποστήριξη από την ΕΚΤ παράλληλα με την προσδοκώμενη συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης αναμένεται να διατηρήσουν τα τρέχοντα επίπεδα ή να οδηγήσουν σε περαιτέρω συρρίκνωση του spread.**

5 | Spread IG Ευρωζώνης, Μέσος Όρος



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6 | Spread HY Ευρωζώνης, Μέσος Όρος



- **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας για τα IG εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης.**
- Το spread των **HY ομολόγων της Ευρωζώνης** διαμορφώνεται, πλέον, χαμηλότερα από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο των 586 μβ (Διάγραμμα 6). Περαιτέρω, μειώθηκε η διαφορά μεταξύ του spread των BB και CCC εταιρειών, αντικατοπτρίζοντας την αύξηση της εμπιστοσύνης. Ωστόσο, παρά τη χαλαρή νομισματική πολιτική, το μήνυμα συνοχής που έδωσε η συμφωνία των ευρωπαίων ηγετών για το Ταμείο Ανάκαμψης και τις συγκριτικά ελκυστικές αποδόσεις, τα ρίσκα είναι αυξημένα. Το spread είναι, πλέον, σχετικά χαμηλό, η ανάκαμψη της οικονομίας θα μπορούσε να ανασταλεί από ένα δεύτερο κύμα της πανδημίας και, παράλληλα, συνεχίζει να ενισχύεται ο ρυθμός χρεοκοπιών. Περαιτέρω, αυξήθηκε η προσφορά, με τις εκδόσεις HY ομολόγων στην Ευρωζώνη να ανέρχονται τον Ιούλιο σε ιστορικό υψηλό επίπεδο.
- **Διατηρούμε την πολύ αρνητική θέση μας στα HY ομόλογα της Ευρωζώνης.**

5.3 Αναδυόμενες Αγορές

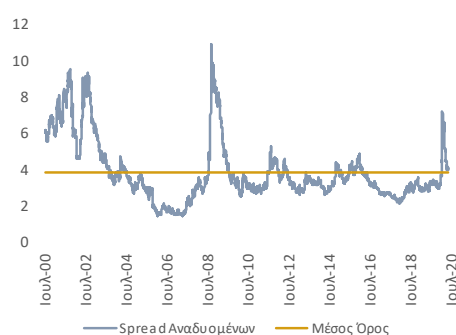
- Το spread των **ομολόγων των αναδυομένων αγορών** αποκλιμακώθηκε από τις 720 μβ που ήταν το Μάρτιο, στις 376 μβ τον Ιούλιο, πλησιάζοντας τα προ-πανδημίας επίπεδα. Ενθαρρυντικό είναι το ότι το στατιστικό μας υπόδειγμα δείχνει ότι η πραγματική τιμή στα τέλη του Ιουνίου (408 μβ) ήταν υψηλότερη από την εύλογη (330 μβ) (Διάγραμμα 7). Το μακροοικονομικό περιβάλλον ενισχύει τη θετική προοπτική, καθώς η οικονομία της Κίνας ανακάμπτει, ενώ φαίνεται, προς το παρόν, να έχει τον έλεγχο του υγειονομικού ζητήματος. Περαιτέρω, μια αποδυνάμωση του δολαρίου θα ευνοούσε τα ομόλογα των αναδυομένων αγορών, οδηγώντας σε περαιτέρω συρρίκνωση του spread.

7 | Spread Αναδυομένων, Εκτίμηση



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

8 | Spread Αναδυομένων, Μέσος Όρος



- Από την άλλη, το spread έχει ήδη κατέλθει στον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του (Διάγραμμα 8), πλησιάζοντας τα προ-πανδημίας επίπεδα και τα αυξημένα ρίσκα παραμένουν (παγκόσμια αβεβαιότητα για την πανδημία, επανεμφάνιση διενέξεων ΗΠΑ-Κίνας), συνηγορώντας με στάση αναμονής.
- Διατηρούμε την πολύ αρνητική θέση στα ομόλογα των αναδυομένων αγορών, με προοπτική αναβάθμισης.



06

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Η επανεκκίνηση των οικονομιών, οι θετικές εξελίξεις ως προς την αντιμετώπιση του Covid-19, αλλά και η βελτιωμένη εικόνα από τα μακροοικονομικά στοιχεία των περισσότερων χωρών άλλαξαν το επενδυτικό κλίμα σε “risk-on”, με αποτέλεσμα την πώληση των «ασφαλών» καταφυγίων, όπως είναι το δολάριο. Τα θεμελιώδη στοιχεία συνεχίζουν να δείχνουν ότι το δολάριο είναι υπερτιμημένο. Διατηρούμε την αρνητική άποψή μας σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Το παραπάνω κλίμα στηρίζει την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου, η οποία βγήκε πιο ενισχυμένη από τη συμφωνία για ένα Ευρωπαϊκό Ταμείο Ανάκαμψης. Ένα δεύτερο κύμα κρουσμάτων Covid-19, βραχυπρόθεσμα, ίσως πιέσει την ισοτιμία. Ωστόσο, η τάση αμοιβαιοποίησης του χρέους στην ΕΖ (ως αποτέλεσμα της συμφωνίας), θα μπορούσε να στηρίξει την ισοτιμία σε υψηλά επίπεδα. Μακροπρόθεσμα, διατηρούμε θετική άποψη.

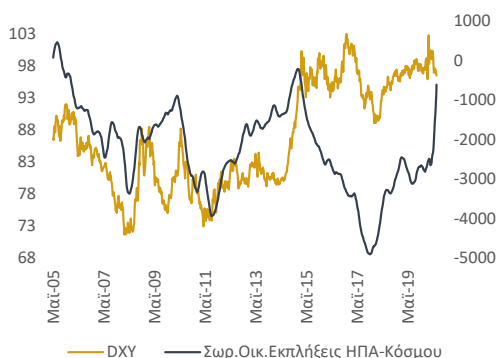
Η διαφορά του μεγέθους των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης μεταξύ BoJ και Fed, ίσως, συνεχίσει να πιέζει την ισοτιμία δολαρίου-γιεν. Η άποψή μας παραμένει οριακά αρνητική. Αν και η στερλίνη παραμένει «φθηνή» έναντι του ευρώ με βάσει τα θεμελιώδη, ωστόσο, ο συνδυασμός της αύξησης των πιθανοτήτων για ένα «άτακτο» Brexit και των επιπτώσεων της κρίσης του Covid-19 στην οικονομία θα συνεχίζει να στηρίζει την ισοτιμία ευρώ/στερλίνας. Η θέση μας για την ισοτιμία παραμένει ουδέτερη.

6.1 Δολάριο ΗΠΑ

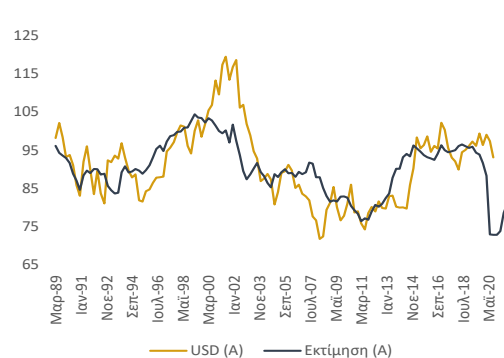
- Το δολάριο κινήθηκε πτωτικά το Β' τρίμηνο του 2020, περιορίζοντας τα κέρδη του Α' τριμήνου. Συγκεκριμένα, ο δείκτης DXY (60% συμμετοχή του ευρώ στον δείκτη) έχει σημειώσει πτώση 1,67% έναντι 2,76% ανόδου του προηγούμενου τριμήνου, ενώ οι αντίστοιχες τιμές για τον δείκτη Bloomberg DXY (30% συμμετοχή του ευρώ στον δείκτη) είναι -2,18% και 5,24% αντίστοιχα. Η επανεκκίνηση των οικονομιών, οι θετικές εξελίξεις ως προς την αντιμετώπιση του Covid-19, αλλά και η βελτιωμένη εικόνα από τα μακροοικονομικά στοιχεία των περισσότερων χωρών (από τέλη Μαΐου και μετά) αποτέλεσαν τους βασικούς παράγοντες αλλαγής του “risk-off” επενδυτικού κλίματος σε “risk-on”, με αποτέλεσμα την πώληση των «ασφαλών» καταφυγίων, όπως είναι το δολάριο.
- Ως επακόλουθο των παραπάνω, αλλά και της άμεσης κινητοποίησης της Fed για την ικανοποίηση της αυξημένης παγκόσμιας ζήτησης για δολάριο, η 3 μηνών (τεκμαρτή) μεταβλητότητά του μειώθηκε περαιτέρω (6,70%), κάτω από τον μέσο όρο των 3 ετών (7,29%). Αν και η αύξηση των επιβε-

βαιωμένων κρουσμάτων Covid-19 ενισχύει τις πιθανότητες για δεύτερο κύμα κρουσμάτων (αυξάνοντας εν μέρει τη ζήτηση για «ασφαλή» καταφύγια), η κίνηση του δολαρίου θα είναι περιορισμένη, λόγω του μεγάλου αριθμού κρουσμάτων στις ΗΠΑ. Στο ίδιο συμπέρασμα οδηγούμαστε, αν υπολογίσουμε τις σωρευτικές οικονομικές εκπλήξεις μεταξύ ΗΠΑ-Κόσμου, η καμπύλη των οποίων είναι ανοδική, χωρίς, ωστόσο, το δολάριο να έχει ακολουθήσει, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 1.

1 | USD & Σωρ. Οικ. Εκπλήξεις ΗΠΑ-Κόσμου



2 | DXY & Εκτίμηση



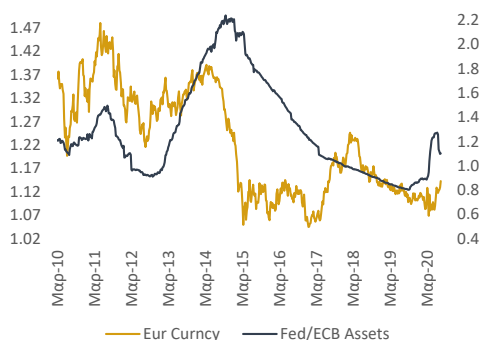
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Αντίθετα, αν δούμε τη διαφορά της μεταβολής του ΑΕΠ μεταξύ Κόσμου και ΗΠΑ, συμπεριλαμβανομένων και των προβλέψεων για το 2020 και 2021, θα δούμε ότι η διαφορά αυξάνεται υπέρ του πρώτου, κάτι το οποίο θα μπορούσε να οδηγήσει σε περαιτέρω αποδυνάμωση του δολαρίου. Ενδεικτικό του τελευταίου, είναι η μείωση καθαρών κερδοσκοπικών θέσεων σε δολάριο (αύξηση short) σε -4,975 από +14,065 συμβόλαια τον Μάρτιο. Όπως είχε αναφερθεί και στην προηγούμενη Επενδυτική Στρατηγική, το μεγάλο μέγεθος του QE της Fed θα μπορούσε να πιέσει το δολάριο προς τα κάτω, τουλάχιστον, μεσοπρόθεσμα. Δεδομένου ότι **το χαρτοφυλάκιο της Fed αναμένεται να αυξηθεί περίπου στα \$9 τρισ. ως το τέλος του 2021**, είναι πιθανή μια πίεση στο «πράσινο» νόμισμα.
- Συσχετίζοντας θεμελιώδη μακροοικονομικά στοιχεία που έχουν θετική σχέση με το δολάριο, όπως την παραγωγικότητα εργασίας, η οποία έχει πτωτική τάση από τα τέλη του 2019, με δύο πιο διαρθρωτικές μεταβλητές, όπως είναι το ομοσπονδιακό ισοζύγιο (πρόβλεψη για -14,8% ως προς το ΑΕΠ για το 2020 από -4,8%) και το ισοζύγιο των τρεχουσών συναλλαγών (πρόβλεψη για -2,2% ως προς το ΑΕΠ έως το 2020), καθώς και με το 10ετές spread ΗΠΑ-Γερμανίας ως αντιπροσωπευτικό spread μεταξύ ΗΠΑ και Κόσμου (πρόβλεψη για 1,24% για το 2020 από 1,11%), **το δολάριο εμφανίζεται πιο αδύναμο**. Συγκεκριμένα, το σχετικό υπόδειγμα δείχνει ότι **ο δείκτης DXY είναι υπερτιμημένος της τάξεως του 26%** (Διάγραμμα 2). Η ανοδική κίνηση του δείκτη οφείλεται, κυρίως, στο ότι οι προβλέψεις για το ομοσπονδιακό έλλειμμα από το 2021 είναι πτωτικές.
- **Η συνολική τεχνική εικόνα έχει μεταβληθεί σε σχετικά αρνητική από ουδέτερη**. Η επανεκκίνηση των αγορών, η βελτιωμένη εικόνα που εμφανίζουν οι μακροοικονομικοί δείκτες σε πολλές χώρες, αλλά και οι θετικές εξελίξεις ως προς την αντιμετώπιση του Covid-19 συνεχίζουν να ασκούν πίεση στο δολάριο. Ωστόσο, η αύξηση των επιβεβαιωμένων κρουσμάτων και το ενδεχόμενο εμφάνισης ενός δεύτερου κύματος, ίσως στηρίξουν μια ανοδική κίνηση του δολαρίου. Μεσοπρόθεσμα, διατηρούμε τη θετική άποψη μας, αλλά σε μακρινούς ορίζοντες παραμένουμε αρνητικοί.

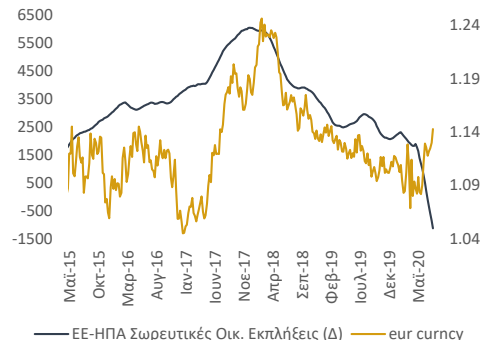
6.2 EURUSD

- Η ισοτιμία ευρώ/δολαρίου κινείται ανοδικά, κατά 2,16% από τις αρχές του 2020, καθώς στο Β' τρίμηνο του 2020 κυριάρχησε η αισιοδοξία για την παγκόσμια ανάπτυξη ως αποτέλεσμα των θετικών εξελίξεων στην αντιμετώπιση του Covid-19 (θεραπεία, εμβόλιο), της επανεκκίνησης των αγορών και της αποφασιστικότητας των ΚΤ για ενίσχυση της ρευστότητας στις αγορές. Επιπλέον, η συμφωνία στα μέσα Μαΐου μεταξύ Γαλλίας-Γερμανίας για ένα Ταμείο Ανάκαμψης, με σκοπό τη χρηματοδότηση των πληγέντων χωρών της ΕΖ, λόγω του Covid-19, στήριξε την ισοτιμία στο τέλος του Β' τριμήνου, σε επίπεδα άνω του 1,12, ενώ η τελική συμφωνία των ευρωπαϊκών ηγετών τον Ιούλιο, για το Ταμείο, ώθησε την ισοτιμία σε επίπεδα άνω του 1,14. **Το θέμα της αμοιβαιοποίησης του χρέους της ΕΖ**, που αποτελούσε αγκάθι σε κάθε ευρωπαϊκή κρίση, φαίνεται ότι αντιμετωπίζεται θετικά με την παραπάνω συμφωνία, ενισχύοντας τη χρήση του ευρώ ως «ασφαλές» καταφύγιο. Ενισχυτικό για το ευρώ αποτελεί, επίσης, το γεγονός ότι η μεταβλητότητα (τεκμαρτή) της ισοτιμίας (1Y) συνεχίζει να κινείται πτωτικά, κοντά στον μέσο όρο των 3 ετών (7,26%), με αυξανόμενη διάθεση για ανάληψη ευρωπαϊκού κινδύνου (όπως δείχνει η ανοδική κίνηση των 1Y Risk Reversals). Η βελτιωμένη εικόνα για την ισοτιμία φαίνεται και από την **αύξηση των καθαρών κερδοσκοπικών θέσεων σε ευρώ**, από 72,933 συμβόλαια τον Μάρτιο σε 112,124 συμβόλαια τον Ιούλιο. **Η θετική συσχέτιση της ισοτιμίας με τις διεθνείς πληθωριστικές προσδοκίες**, όπως αυτές αντιπροσωπεύονται από τα 5Y5Y Inflation Swaps των ΗΠΑ, στηρίζουν την ανοδική κίνηση της ισοτιμίας, με τη σχετική καμπύλη να προσπαθεί να σταθεροποιηθεί σε επίπεδα άνω του 1,80, καθώς αυξάνονται οι πληθωριστικές προσδοκίες.
- Στους θετικούς παράγοντες στήριξης του ευρώ έναντι του δολαρίου περιλαμβάνεται και η κίνηση του **λόγου των χαρτοφυλακίων Fed/ ECB, ο οποίος υπολογίζεται ότι θα παραμείνει πάνω από τη μονάδα** (δηλ. θα υπάρχει μεγαλύτερη προσφορά δολαρίου-σημερινή τιμή 1,10), τουλάχιστον έως τα τέλη του 2021, όπου το ενεργητικό της Fed και της ECB θα ανέρχεται περίπου στα \$9 τρισ. και €8 τρισ. αντίστοιχα, κάτι που θα μπορούσε να ωθήσει την ισοτιμία προς τα πάνω (Διάγραμμα 1). Παράλληλα, η συνεχής ανοδική πορεία των spreads των αποδόσεων μεταξύ Γερμανίας-ΗΠΑ, τόσο των 2ετών όσο και των 30ετών κρατικών ομολόγων, χωρίς την ανάλογη ανταπόκριση της ισοτιμίας, δημιουργεί την προσδοκία ότι η τελευταία θα μπορούσε να ακολουθήσει, δικαιολογώντας τη θετική συσχέτισή τους.
- Αντίθετα, παρατηρώντας το Διάγραμμα 2 των σωρευτικών οικονομικών εκπλήξεων μεταξύ Ε.Ε. και

1 | EURUSD & Λόγος Χαρ/κιων Fed/ECB



2 | EURUSD & Σωρ. Οικ. Εκπλήξεις ΕΕ-ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

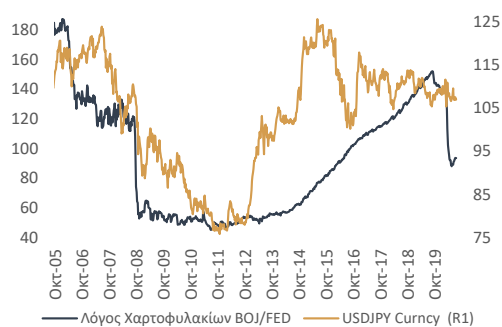
ΗΠΑ, η σχετική καμπύλη παρουσιάζει έντονη πτωτική τάση, φτάνοντας και σε αρνητικά επίπεδα, καθώς οι οικονομικές εκπλήξεις των ΗΠΑ είναι πιο θετικές από τις αντίστοιχες της ΕΕ. Η ισοτιμία, προς το παρόν, δεν έχει ανταποκριθεί. Ίσως λόγω των παραπάνω παραγόντων, όμως, θα μπορούσε να ακολουθήσει στην περίπτωση που η καμπύλη διατηρήσει την πτωτική τάση της.

- Βάσει ποσοτικής προσέγγισης στην ισοτιμία EURUSD, μια «δίκαιη» τιμή της ισοτιμίας παραμένει σημαντικά υψηλότερη από τα τρέχοντα επίπεδα. Ειδικότερα, μέσω στατιστικού υποδείγματος που περιλαμβάνει μακροπρόθεσμες θεμελιώδεις μεταβλητές, η «δίκαιη» τιμή θα έπρεπε να διαμορφωθεί στο 1,2498, αν και η αντίστοιχη εκτίμηση, προ τριμήνου, ήταν στο 1,3447.
- Η συνολική τεχνική εικόνα παραμένει θετική. Σε ορίζοντα έτους, διατηρούμε τη θετική άποψή μας, ενώ, βραχυπρόθεσμα, αλλάζουμε την άποψή μας σε ουδέτερη, από οριακά αρνητική, καθώς η αύξηση των κρουσμάτων του Covid-19, που ενισχύει τις πιθανότητες εμφάνισης ενός δεύτερου κύματος, αλλά και το ενδεχόμενο η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας να μην είναι άμεση (σχήμα V) θα μπορούσαν να κρατήσουν το ευρώ σε σχετικά χαμηλά επίπεδα. Το αναμενόμενο τριμηνιαίο εύρος αυξάνεται σε 1,1440 -1,2025 και το ετήσιο εύρος αυξάνεται σε 1,1250-1,2150 με αλλαγή στόχου στο 1,1900.

6.3 USDJPY

- Η ισοτιμία δολαρίου/γιεν έχει υποχωρήσει 1,28% από τις αρχές του έτους. Στους παράγοντες που πιθανόν πίεσαν και συνεχίζουν να ασκούν πίεση στην ισοτιμία είναι η πτωτική πορεία του λόγου των χαρτοφυλακίων BoJ/Fed (+7,31% και 34,79% στα χαρτοφυλάκια τους αντίστοιχα QoQ), που, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, η ισοτιμία δεν έχει αντιδράσει ιδιαίτερα. Λαμβάνοντας υπόψη τη συνέχιση του QE, η πίεση στην ισοτιμία ενδέχεται να εξακολουθήσει να υφίσταται. Στα αρνητικά συγκαταλέγεται και η θετική συσχέτιση της ισοτιμίας, με το spread των 10ετών κρατικών ομολόγων ΗΠΑ-Ιαπωνίας, καθώς η καμπύλη του τελευταίου συνεχίζει να κινείται σε χαμηλά επίπεδα, χωρίς, όμως, κάποια αντίδραση από την ισοτιμία. Δεδομένου ότι το γιεν αποτελεί, όπως και το δολάριο, «ασφαλές» καταφύγιο, ένα πιθανό δεύτερο κύμα κρουσμάτων θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά την ισοτιμία. Η δυσμενής κατάσταση της ιαπωνικής οικονομίας, η οποία βρίσκεται ήδη σε ύφεση (Δ' τριμ 2019 -0,7% και Α' τριμ 2020 -1,7%), με ενδεχόμενο μεγαλύτερης ύφεσης στο Β' τρίμηνο (εκτίμηση Bloomberg -8,8%) σε συνδυασμό με την εκτίμηση ότι το χρέος θα εκτοξευθεί στο 262% του ΑΕΠ (από 238% το 2019) θα μπορούσαν να περιορίσουν οποιαδήποτε πιθανή ενίσχυση του γιεν. Αντίθετα, δεδομένου ότι η καμπύλη των σωρευτικών οικονομικών εκπλήξεων μεταξύ ΗΠΑ-Ιαπωνίας

1 | USDJPY & Λόγος χαρτοφυλακίων BoJ/Fed



2 | USDJPY & Σωρ. Οικ. Εκπλήξεις ΗΠΑ-Ιαπωνίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

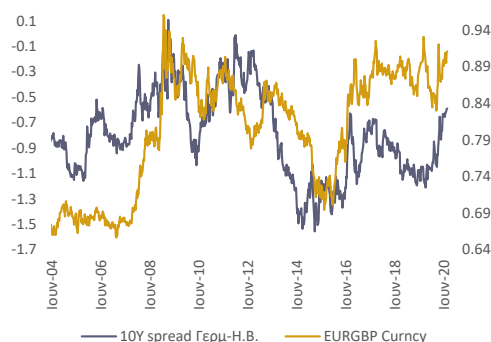
κινείται ανοδικά από τα τέλη Μάϊου, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 2 (οι δείκτες για την οικονομία της Ιαπωνίας εξακολουθούν και εκπλήσσουν αρνητικά), η ισοτιμία θα μπορούσε να ενισχυθεί. Η μείωση της μεταβλητότητας (1Y) της τελευταίας, σε επίπεδα κάτω του μέσου όρου των 3 ετών (8,30%), δημιουργεί την προσδοκία, αν όχι για ενίσχυση, αλλά ίσως για σταθεροποίηση της ισοτιμίας στα παρόντα επίπεδα.

- Προχωρώντας σε εκτίμηση της ισοτιμίας βάσει δύο στατιστικών μοντέλων, ένα βραχυπρόθεσμο και ένα μακροπρόθεσμο, τα αποτελέσματά τους είναι διαφορετικά. Συγκεκριμένα, το πρώτο μοντέλο που συνδυάζει το spread των 10ετών κρατικών ομολόγων (ΗΠΑ-Ιαπωνίας) και τις καθαρές κερδοσκοπικές θέσεις για το γιεν, όπου παραμένουν θετικές, συνηγορεί σε **υποχώρηση του δολαρίου έναντι του γιεν για το 2020, κατά 18%**. Αντίθετα, το δεύτερο μοντέλο, που στηρίζεται σε θεμελιώδη μακροοικονομικές μεταβλητές, καταδεικνύει τη «δίκαιη» τιμή **104,07**, μειωμένη από την εκτίμηση προ τριμήνου (105,96).
- Η **συνολική τεχνική εικόνα του USDJPY έχει παραμείνει σχετικά αρνητική**. Η άποψή μας παραμένει σε ήπια αρνητική, καθώς η ζήτηση για ασφαλή καταφύγια, λόγω του δεύτερου κύματος κρουσμάτων, η διαφορά των χαρτοφυλακίων των δυο ΚΤ και τα χαμηλά επίπεδα του spread των 10ετών κρατικών ομολόγων ΗΠΑ-Ιαπωνίας συνεχίζουν να συνηγορούν σε ενίσχυση του γιεν έναντι του δολαρίου. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος διατηρείται στο **103,50-109,00**, με στόχο στο **104,50**.

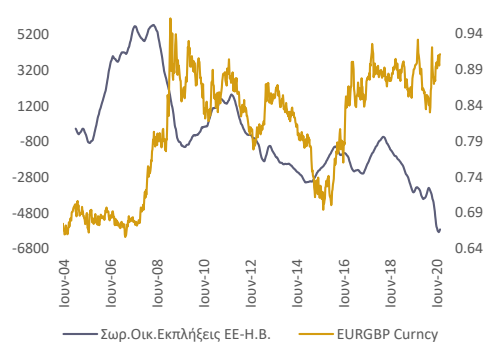
6.4 EURGBP

- Η ισοτιμία ευρώ/στερλίνας συνεχίζει ανοδικά από τις αρχές του 2020 (+6,69%). Ένας από τους βασικούς παράγοντες, που επηρέασε την κίνηση του ευρώ έναντι της στερλίνας, ήταν το **Brexit**, το οποίο είχε δευτερεύοντα ρόλο στο Α' τρίμηνο. Η επιμονή της βρετανικής κυβέρνησης για οριστική έξοδο από την Ε.Ε. και η μη σύγκλιση των απόψεων έχουν αυξήσει τις πιθανότητες μιας «άτακτης» εξόδου. Συνδυάζοντας τα παραπάνω και με τις επιπτώσεις στην οικονομία, λόγω του Covid-19 (-2,2% το ΑΕΠ στο Α' τρίμηνο, εκτίμηση για -18,9% στο Β' τρίμηνο), **η ισοτιμία έχει ανέβει στο επίπεδο του 0,90**. Ενδεικτικό της κατάστασης της οικονομίας είναι το γεγονός ότι πέραν της δεύτερης αύξησης QE που προέβη η BoE τον Ιούνιο, **η υιοθέτηση αρνητικών επιτοκίων δεν έχει, ακόμη, αποκλειστεί**. Παρατηρώντας το Διάγραμμα 1 των spread των 10ετών κρατικών ομολόγων Γερμανίας-Η.Β., η καμπύλη κινείται ανοδικά με την ισοτιμία να ακολουθεί. Το ενδεχόμενο περαιτέρω μείωσης του επιτοκίου από την BoE θα μπορούσε να ενισχύσει την παραπάνω τάση. Η χαμηλή (τεκμαρτή)

1 | EURGBP & 10ετές spread Γερμανίας-Η.Β.



2 | EURGBP & Σωρ. Οικ. Εκπλήξεις Ε.Ε.-Η.Β.



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



μεταβλητότητα 1Y της τελευταίας (κινείται κάτω από τον μέσο όρο των 3ετών 8,27%) και η αρνητική τιμή των καθαρών κερδοσκοπικών θέσεων σε στερλίνα (-16,408 από 4,993 συμβόλαια τον Μάρτιο), θα μπορούσαν να στηρίξουν την ανοδική κίνηση της ισοτιμίας. Από την άλλη, οι οικονομικές εκπλήξεις της Ε.Ε. είναι περισσότερο αρνητικές από τις αντίστοιχες του Η.Β., με την καμπύλη των σωρευτικών οικονομικών εκπλήξεων των δυο οικονομιών να έχει καθοδική πορεία, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 2, κάτι που θα μπορούσε να πιέσει την ισοτιμία.

- Τα στατιστικά υποδείγματα που χρησιμοποιούμε για την εκτίμηση της ισοτιμίας, ένα βραχυπρόθεσμο και ένα μακροπρόθεσμο χαρακτήρα μοντέλο, έχουν διαφορετικά αποτελέσματα. Συγκεκριμένα, στο πρώτο, έχοντας συμπεριλάβει μεταβλητές, όπως καθαρές κερδοσκοπικές θέσεις, διάθεση για ανάληψη ευρωπαϊκού/βρετανικού κινδύνου (risk reversals-προϊόντα παραγώγων), καθώς και το spread των 10ετών κρατικών ομολόγων των δυο οικονομιών (Γερμανίας-Η.Β.), εκτιμάται ότι **η ισοτιμία θα αυξηθεί κατά 2,5% στο τέλος του έτους**. Αντίθετα, στο μακροπρόθεσμο μοντέλο, που περιλαμβάνει μακροοικονομικές μεταβλητές και μεταβλητές της αγοράς, η **«δίκαιη» τιμή υπολογίζεται στο 0,7644**. Η τιμή είναι χαμηλότερη σε σύγκριση με το 0,8387 που ήταν προ τριμήνου, παραμένοντας χαμηλότερη από την πραγματική.
- **Η συνολική τεχνική εικόνα της ισοτιμίας παραμένει αρνητική για τη στερλίνα. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος μετατοπίζεται προς τα πάνω στο 0,8800-0,9400, με στόχο στο 0,8800.** Μολονότι η στερλίνα παραμένει «φθηνή» έναντι του ευρώ, βάσει των θεμελιωδών στοιχείων, η επανεμφάνιση των ανησυχιών μιας «άτακτης» εξόδου σε συνδυασμό με τις επιπτώσεις του Covid-19 στην οικονομία διατηρούν τους μεσοπρόθεσμους κινδύνους για τη βρετανική λίρα. Δεδομένου των παραπάνω, η θέση μας για το EURGBP παραμένει ουδέτερη, μακροπρόθεσμα, ενώ, βραχυπρόθεσμα, έχουμε θετική άποψη.



07

ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

Σημαντική ανάκαμψη στις τιμές τους παρουσίασαν τα εμπορεύματα στο Β' τρίμηνο του 2020, λόγω της άρσης των περιοριστικών μέτρων, εξαιτίας της πανδημίας του κορονοϊού και το άνοιγμα των οικονομιών σε διεθνές επίπεδο.

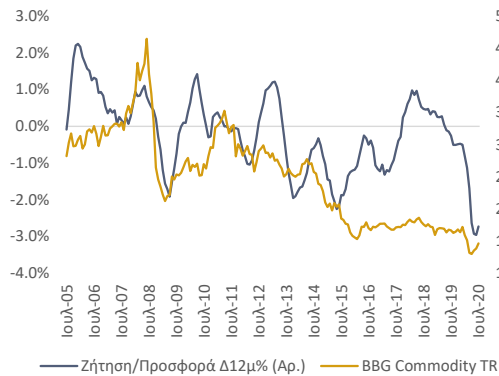
Οι προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας εξακολουθούν να παραμένουν ζοφερές, σύμφωνα με εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών, με τον αυξανόμενο αριθμό κρουσμάτων σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη να εγείρει προβληματισμό και ανησυχία για ένα δεύτερο κύμα εξάπλωσης της πανδημίας. Ωστόσο, οι θετικές ενδείξεις για την οικονομική δραστηριότητα της Κίνας αποτελούν θετικό καταλύτη για την πορεία των εμπορευμάτων γενικότερα.

Αν και οι παρεμβάσεις των Κεντρικών Τραπεζών περιόρισαν τον αντίκτυπο των αρνητικών επιπτώσεων του κορονοϊού, το προηγούμενο διάστημα, η συνέχιση και επέκταση των μέτρων ενίσχυσης της ρευστότητας από τη Fed, πιθανά, να οδηγήσει σε περαιτέρω πτώση το αμερικανικό νόμισμα, ενισχύοντας, ταυτόχρονα, τις θετικές αποδόσεις των εμπορευμάτων.

Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω και το γενικότερο μακροοικονομικό περιβάλλον, διατηρούμε ουδέτερη θέση στα εμπορεύματα και στο πετρέλαιο και ήπια θετική στον χρυσό, με προοπτική αναβάθμισης, εάν και εφόσον η πτώση του δολαρίου συνεχίσει.

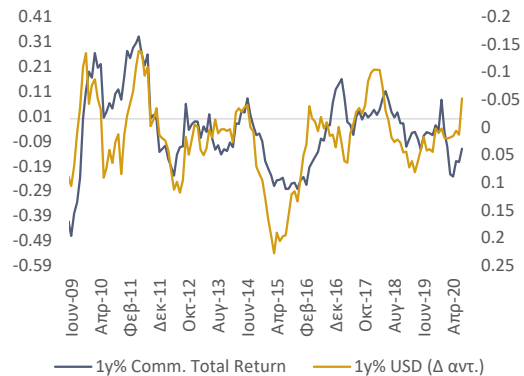
- Τα εμπορεύματα ανέκαμψαν στο Β' τρίμηνο του 2020 (δείκτης Bloomberg Commodity Index +5,08%), ύστερα από τη σημαντική πτώση του προηγούμενου τριμήνου, εξαιτίας των επιπτώσεων της πανδημίας, με την ένταση στην εμπορική σχέση ΗΠΑ-Κίνας να παραμένει. Πιο συγκεκριμένα, το West Texas Intermediate (WTI) και το Brent κατέγραψαν σημαντική άνοδο (+91,75% και +80,96% αντίστοιχα). Ο δείκτης των βιομηχανικών μετάλλων, ως σύνολο, σημείωσε κέρδη (+12,28%), ενώ ο δείκτης τιμών των αγροτικών προϊόντων (Bloomberg Commodity Agriculture Index) εμφάνισε απώλειες της τάξης του -4,88%. Από τα πολύτιμα μέταλλα, ο χρυσός εμφάνισε σημαντικές θετικές αποδόσεις (+12,92%).
- Καθώς η εξάπλωση της πανδημίας οδήγησε σε αναστολή την παγκόσμια εμπορική και οικονομική δραστηριότητα το προηγούμενο τρίμηνο, η άρση των περιοριστικών μέτρων και το σταδιακό άνοιγμα των οικονομιών οδήγησαν σε ανάκαμψη τις τιμές των εμπορευμάτων στο Β' τρίμηνο, με τη ζήτηση, όμως, να εξακολουθεί να παραμένει σε χαμηλά επίπεδα (Διάγραμμα 1). Επιπλέον, η σημαντική υποχώρηση του δολαρίου (BBDXY -2,18%), ως συνέπεια του εκτεταμένου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της Fed, είχε θετική επίπτωση, ενισχύοντας τις τιμές τους (Διάγραμμα 2).

1 | Ζήτηση-Προσφορά & Τιμές Εμπορευμάτων



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Δολάριο-Απόδοση Εμπορευμάτων



Παράλληλα, η επίτευξη συμφωνίας των ευρωπαϊών ηγετών για το Ταμείο Ανάκαμψης, πιθανά, να δημιουργήσει περαιτέρω πίεση στο αμερικανικό νόμισμα, λειτουργώντας, ταυτόχρονα, ως θετικός καταλύτης στις τιμές των εμπορευμάτων. Στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος βρίσκονται οι διαπραγματεύσεις για ένα νέο πακέτο στήριξης της αμερικανικής οικονομίας το προσεχές διάστημα.

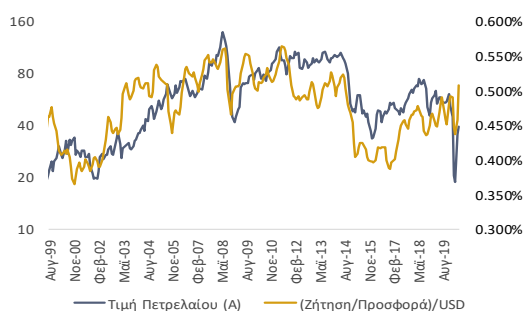
- Σημαντική ανάκαμψη παρουσίασαν οι τιμές των βιομηχανικών μετάλλων και κυρίως του χαλκού (+21,79%) στο Β' τρίμηνο. Οι προσδοκίες των επενδυτών για **επανεναρξη της οικονομικής δραστηριότητας**, ως αποτέλεσμα της πανδημίας, προερχόμενη, κυρίως, από την Κίνα, ώθησαν ανοδικά την τιμή του μετάλλου, το οποίο αντικατοπτρίστηκε στη σημαντική ενίσχυση του δείκτη των ναύλων (Baltic Dry Index +91,76%). Επιπλέον η αβεβαιότητα που σχετίζεται με **περικοπές στην παραγωγή** του και λαμβάνουν χώρα στη Χιλή με απεργιακές κινητοποιήσεις και κλείσιμο ορυχείων, καθώς και ένα δεύτερο κύμα πανδημίας, **θα ενισχύσουν μεσοπρόθεσμα την τιμή του χαλκού**.
- Αν και οι προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας παραμένουν ζοφερές με βάση τις εκτιμήσεις διεθνών οργανισμών, η **κινεζική οικονομία δείχνει σημάδια σταθεροποίησης** στο Β' τρίμηνο (+3,2% ΑΕΠ σε ετήσια βάση). Τα στοιχεία για τη βιομηχανική παραγωγή (+4,8% τον Ιούνιο), όπως και οι πρόδρομοι δείκτες Caixin PMI (Ιουλ. 52,8 από 51,2 Ιούνιο) σηματοδοτούν ανάκαμψη της οικονομίας. Παράλληλα, η ζήτηση πετρελαίου, σύμφωνα με στοιχεία του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας (IEA), ανέκαμψε σημαντικά στην Κίνα τον Μάιο και τον Ιούνιο του 2020, φτάνοντας σε ιστορικά υψηλά.
- **Προβληματισμό, όμως, δημιουργεί η εξέλιξη των κινεζικών εξαγωγών**, λόγω της χαμηλής εξωτερικής ζήτησης, καθώς το αποτύπωμα της πανδημίας σε βασικούς εμπορικούς εταίρους της παραμένει ισχυρό. Επιπλέον, η αβεβαιότητα, εκτός από την έντονη διένεξη με τις ΗΠΑ για την εφαρμογή της μεταξύ τους εμπορικής συμφωνίας, λαμβάνει χώρα και σε τομείς με έντονο γεωστρατηγικό ενδιαφέρον (Χονγκ Κονγκ, Νότια Σινική Θάλασσα), περιπλέκοντας ακόμη περισσότερο τις διμερείς τους σχέσεις. Με την επιδημιολογική κατάσταση στο μέτωπο του κορονοϊού να εξελίσσεται ομαλά στην Κίνα και τις εισαγωγές πρώτων υλών και μετάλλων να βρίσκονται σε εξαιρετικά υψηλά επίπεδα, **η κλιμακούμενη αντιπαράθεση μεταξύ ΗΠΑ-Κίνας**, όπως και ένα **δεύτερο κύμα πανδημίας**, πιθανά, να έχουν αρνητικό αντίκτυπο στις τιμές των εμπορευμάτων στο προσεχές διάστημα.

- Η **τεχνική εικόνα των εμπορευμάτων** εμφανίζεται ουδέτερη, σε μεσοπρόθεσμο διάστημα (6-9 μήνες), ενώ σε βραχυπρόθεσμο (1-3 μήνες), είναι θετική.
- Σε αυτό το πλαίσιο, **διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στα εμπορεύματα**, όμως, με προοπτική αναβάθμισης, εφόσον υπερισχύσουν οι θετικοί καταλύτες (συνέχιση πτώσης του δολαρίου, βελτίωση μακροοικονομικού κλίματος με παράλληλη ανάκαμψη των οικονομιών).

7.1 Πετρέλαιο

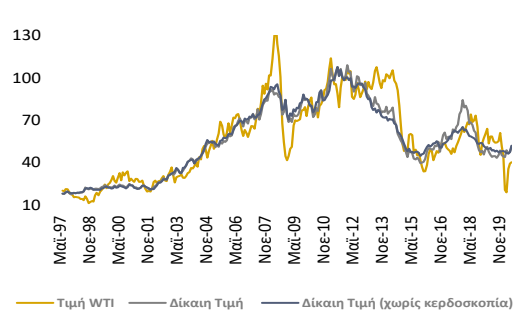
- Οι τιμές του πετρελαίου ενισχύθηκαν σημαντικά (**Brent +80,96%, WTI +91,75%**) στη διάρκεια του **Β' τριμήνου του 2020**. Αιτίες της ανόδου αποτέλεσαν, η σταδιακή άρση των περιοριστικών μέτρων, εξαιτίας του lockdown σε παγκόσμια κλίμακα και το άνοιγμα των οικονομιών διεθνώς, ενισχύοντας τις μεταφορές και τις μετακινήσεις.
- Όπως η παγκόσμια οικονομία έτσι και η ενεργειακή αγορά υπέστησαν ένα πρωτοφανές σοκ μετά την εκδήλωση της πανδημίας του Covid-19 και των περιοριστικών μέτρων που εφαρμόστηκαν για την αντιμετώπισή της, **με την κατάσταση στον πετρελαϊκό τομέα να δείχνει σημάδια σταθεροποίησης στο Β' τρίμηνο**, αν και οι τιμές πετρελαίου παρέμειναν σε σχετικά χαμηλά επίπεδα.
- Πιο συγκεκριμένα, αν και η ζήτηση πετρελαίου εμφάνισε στο Β' τρίμηνο μια ελαφρά ανάκαμψη κατόπιν μιας σημαντικής πτώσης που υπέστη το προηγούμενο διάστημα, ο **ΟΠΕΚ σε πρόσφατη έκθεσή του (Ιούνιος 2020) εκτιμά ότι η παγκόσμια κατανάλωση πετρελαίου για το 2020 αναμένεται να κινηθεί κατά μέσο όρο στα 90,6 εκατ. βαρέλια, μειωμένη σημαντικά κατά 9,7 εκατ. βαρέλια σε σχέση με το 2019**. Επίσης, προβλέπει ότι η παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου θα αυξηθεί κατά 7 εκατομμύρια βαρέλια την ημέρα το 2021 (97,72 εκατ. βαρ.), η οποία, όμως, δεν θα είναι αρκετή για να εξασφαλίσει την επιστροφή στα προ-κορονοϊού επίπεδα (Διάγραμμα 1).

1 | Τιμή Πετρελαίου & Ζήτηση/Προσφορά/USD



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Εκτίμηση δίκαιης τιμής πετρελαίου



- Οι εκτιμήσεις του ΟΠΕΚ αντικατοπτρίζουν την ολοένα και αυξανόμενη ανησυχία για τον πιθανό αντίκτυπο ενός δεύτερου κύματος κρουσμάτων κορονοϊού στις ΗΠΑ και σε άλλες χώρες, θέτοντας σε κίνδυνο την ανάκαμψη της αγοράς πετρελαίου και της παγκόσμιας οικονομίας. Παράλληλα, προβλέπει **συρρίκνωση κατά 3,7% της παγκόσμιας οικονομίας** (από 4,3%), επικαλούμενος την πιο βαθιά επίδραση του Covid-19 σε κάποιες αναδυόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες.

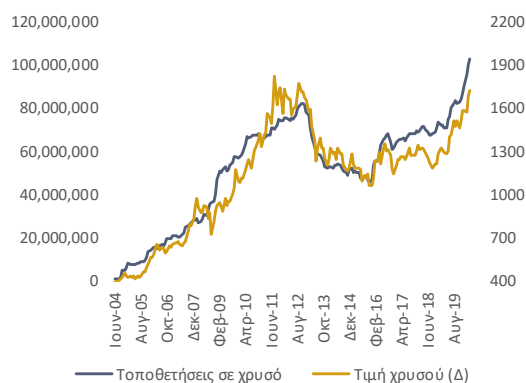
- Μετά τις περικοπές ρεκόρ στην εξόρυξη πετρελαίου, στις οποίες προχώρησαν τον Απρίλιο του 2020 οι μεγάλοι παραγωγοί του πλανήτη, ο ΟΠΕΚ και οι σύμμαχοί του (Ρωσία), στην πρόσφατη συνάντησή τους, αποφάσισαν να **προβούν σε χαλάρωση των περικοπών στην παραγωγή (από τα 9,7 εκατ. βαρ. σε 7,7 εκατ. βαρ.)**, καθώς τα μέτρα που είχαν ληφθεί, παγκοσμίως, για την εξάπλωση της πανδημίας, χαλαρώνουν, με τη ζήτηση πετρελαίου να αυξάνεται σταδιακά και να αρχίσουν να **αυξάνουν την παραγωγή τους κατά 1 εκατ. βαρ. από τον Αύγουστο του 2020**.
- Σύμφωνα με το υπόδειγμα προσδιορισμού της δίκαιης τιμής του πετρελαίου, **η δίκαιη τιμή του πετρελαίου διαμορφώνεται στα \$51,06**. Θετική συνεισφορά στο μοντέλο μας είχαν, η αύξηση των κερδοσκοπικών θέσεων, η οριακή πώση της αμερικανικής παραγωγής αργού, η μακροχρόνια τάση της ζήτησης και η υποχώρηση του δολαρίου, ενώ αρνητική συνεισφορά είχαν η κλίση της καμπύλης 2/10 και τα πραγματικά 5ετή επιτόκια (Διάγραμμα 2).
- Γενικότερα, **οι διεθνείς τιμές πετρελαίου αναμένεται να παραμείνουν ευμετάβλητες**, μέσα σε ένα περιβάλλον αυξανόμενης έντασης μεταξύ ΗΠΑ-Κίνας και παγκόσμιας συρρίκνωσης. Παράλληλα, οι πρόσφατες εξάρσεις κρουσμάτων κορονοϊού, σηματοδοτώντας ένα δεύτερο κύμα πανδημίας σε πολλές χώρες ανά τον πλανήτη και τα νέα τοπικά περιοριστικά μέτρα που λαμβάνονται, εντείνουν την αβεβαιότητα. Νέα lockdowns θα μπορούσαν να πλήξουν τη ζήτηση για ενεργειακούς πόρους σε όρους διεθνούς εμπορίου, γεγονός που θα αύξανε τις πιέσεις στις τιμές του πετρελαίου, διατηρώντας τις προοπτικές στην αγορά πετρελαίου έντονα πτωτικές.
- **Η τεχνική εικόνα του πετρελαίου** είναι σχετικά αρνητική, σε μεσοπρόθεσμο διάστημα (6-9 μήνες), ενώ σε βραχυπρόθεσμο (1-3 μήνες), είναι σχετικά θετική. Αναμενόμενο εύρος \$34,00-49,00.
- Σε αυτό το πλαίσιο, **διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στο πετρέλαιο**.

7.2 Χρυσός

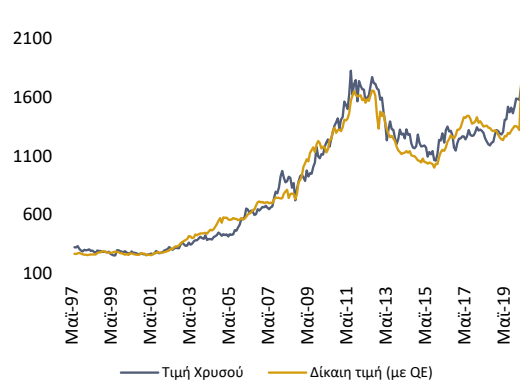
- **Η τιμή του χρυσού, στο τέλος του Β' τριμήνου 2020, διαμορφώθηκε στα \$1.780,96/ουγγιά, σημειώνοντας άνοδο κατά 12,92%**. Λόγοι της ανόδου αποτέλεσαν, η συνέχιση της αβεβαιότητας, οι φόβοι και οι ανησυχίες για επιταχυνόμενο ρυθμό του κορονοϊού και οι αναθεωρημένες προς τα κάτω προβλέψεις διεθνών οργανισμών για συρρίκνωση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης. Ενδεικτικό του κλίματος αποτέλεσε η σημαντική άνοδος που κατέγραψε η τιμή του, καταγράφοντας νέο υψηλό, στις \$2.063,54, με το δολάριο να υποχωρεί και τις γεωπολιτικές εντάσεις να κλιμακώνονται.
- Σύμφωνα με στοιχεία του **World Gold Council**, καθώς η κινεζική οικονομία ανακάμπτει σταδιακά, εκτιμά ότι **η ζήτηση για κοσμήματα στην Κίνα θα βελτιωθεί** περαιτέρω. Όμως, στην Ινδία οι προβλέψεις του οργανισμού για την αγορά χρυσού δεν είναι ιδιαίτερα ευνοϊκές, καθώς **η επιβράδυνση της ινδικής οικονομίας έχει αρνητικό αντίκτυπο στη ζήτηση για χρυσό**. Θετική επίδραση, πιθανά, να έχει η έναρξη της περιόδου των ινδικών γάμων το προσεχές διάστημα.
- Αν και γενικότερα η πανδημία του κορονοϊού δημιούργησε σοβαρά προβλήματα στην εφοδιαστική αλυσίδα εμπορευμάτων και πρώτων υλών, **ο χρυσός φάνηκε να είναι πιο «ανθεκτικός»**, καθώς μέχρι σήμερα, τόσο η παραγωγή-εξόρυξη χρυσού όσο και η ανακύκλωση μειώθηκαν ελάχιστα σύμφωνα με έκθεση του World Gold Council.

- **Στήριξη στην τιμή του χρυσού** αποτέλεσε η **απόφαση της Fed** στη **διατήρηση του παρεμβατικού επιτοκίου** στην περιοχή του 0%-0,25%, **παρατείνοντας**, ταυτόχρονα, μέχρι το τέλος του 2020 τα **έκτακτα προγράμματα ενίσχυσης ρευστότητας**, αφήνοντας, ταυτόχρονα, ανοιχτό το ενδεχόμενο για ανάληψη και άλλων μέτρων, αν και εφόσον οι οικονομικές συνθήκες το επιβάλλουν. Επιπλέον, **η συνέχιση της πτώσης των πραγματικών 5ετών επιτοκίων και η αποδυνάμωση του αμερικανικού νομίσματος**, ως αποτέλεσμα του απεριόριστου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης (QE) στο πλαίσιο παροχής ρευστότητας, λειτούργησαν θετικά στην τιμή του χρυσού.
- **Η αύξηση των τοποθετήσεων σε χρυσό (ETF's)** ενισχύθηκε **σημαντικά** και τον μήνα Ιούνιο, ενώ η ενίσχυση του όγκου των ομολόγων με αρνητικές αποδόσεις συνέχισε να ευνοεί την ανοδική πορεία της τιμής του πολύτιμου μετάλλου.
- Σύμφωνα με το μοντέλο προσδιορισμού της δίκαιης τιμής του χρυσού, **η δίκαιη τιμή του διαμορφώνεται στα \$3.680**. Θετική συνεισφορά είχαν, η άνοδος των συνθηκών αβεβαιότητας, η υπερβάλλουσα ρευστότητα (ο λόγος της προσφοράς χρήματος M2 προς το ονομαστικό ΑΕΠ) και η μεταβολή στις κερδοσκοπικές θέσεις.
- Ο λόγος της τιμής του χρυσού με τον δείκτη εμπορευμάτων (S&P GS Index) έχει ανέλθει πρόσφατα από το 3,5 (τέλος του 2019) στο 5,5. Η σχέση αυτή έχει σημαντική θετική συσχέτιση με την ποσότητα του χρήματος που κυκλοφορεί στην οικονομία των ΗΠΑ (είτε ως χαρτοφυλάκιο της Fed, είτε ως M2 ως ποσοστό του ΑΕΠ). Το χαρτοφυλάκιο της Fed έχει ανέλθει στο 34% του αμερικανικού ΑΕΠ και με τις εκτιμήσεις μας για πιθανή ενίσχυση στο 40-45% του ΑΕΠ ως απόρροια των εξαγγελιών της Κεντρικής Τράπεζας. Ακόμη και αυτή η άνοδος δεν θα συνηγορούσε έναν λόγο χρυσού/εμπορευμάτων πάνω από το 5, δείχνοντας ότι **ο χρυσός, στα παρόντα επίπεδα, είναι σημαντικά ακριβός σε σχέση με τα άλλα εμπορεύματα**.

1 | ETF's Holdings-Τιμή χρυσού



2 | Εκτίμηση δίκαιης τιμής του χρυσού



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



- Καθώς η **ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας προβλέπεται να είναι πιο σταδιακή**, από ότι αναμενόταν, εξαιτίας της πανδημίας, με **πιθανή συνέχιση της δράσης των Κεντρικών Τραπεζών** και κυβερνήσεων στον τομέα της ρευστότητας, αποδυναμώνοντας περαιτέρω το «πράσινο νόμισμα», **ο χρυσός θα μπορούσε να συνεχίζει να υποστηρίζεται θετικά**. Παράλληλα, η **εντεινόμενη αβεβαιότητα και ανησυχία για τις οικονομικές προοπτικές**, καθώς είναι άγνωστο το διάστημα για το οποίο θα συνεχιστεί η πρόσφατη αύξηση των κρουσμάτων κορονοϊού και του μεγέθους των οικονομικών επιπτώσεων, **έχει θετική επίδραση στην τιμή του χρυσού**. Ανασταλτικοί παράγοντες, ενδεχομένως, να είναι οι εξελίξεις στο **θέμα του εμβολίου κατά της πανδημίας** (ανάπτυξη ενός αποτελεσματικού εμβολίου, καθώς και το πόσο σύντομα ή μη θα διοχετευθεί στην αγορά), καθώς και μια **μικρή διόρθωση** από τα σχετικά υψηλά που βρίσκεται για **αποκόμιση κερδών** από τους επενδυτές.
- **Η τεχνική εικόνα του χρυσού** είναι θετική, τόσο σε βραχυπρόθεσμο (1-3 μήνες) όσο και σε μακροπρόθεσμο διάστημα (6-9 μήνες). Αναμενόμενο εύρος \$1.800-2.250.
- Σε αυτό το πλαίσιο και παρά τις θετικές ενδείξεις που εμφανίζει ο χρυσός, **διατηρούμε την ήπια θετική θέση μας στον χρυσό**, λόγω των υψηλών αποτιμήσεων.

08

ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

8.1 Γενικό Σχόλιο

Βασιζόμενοι στον πίνακα «Τεχνική Εικόνα Βασικών Δεικτών», με στοιχεία της 30ης Απριλίου 2020, παρατηρούμε τα εξής:

- Η συνολική τεχνική εικόνα των μετοχικών δεικτών σε σχέση με τον Απρίλιο παρουσίασε μεικτές μεταβολές. Συγκεκριμένα, η συνολική τεχνική εικόνα των δεικτών S&P600 SMALLCAP, του γερμανικού DAX και του κινεζικού δείκτη HANG SENG CHINA βελτιώθηκε, η συνολική τεχνική εικόνα του δείκτη S&P500 και του δείκτη των Αναδυόμενων Αγορών αντιστράφηκε σε σχετικά θετική και θετική αντίστοιχα, ενώ η συνολική τεχνική εικόνα του πανευρωπαϊκού δείκτη EURO STOXX, του ισπανικού IBEX, του ιταλικού FTSEMIB και του ιαπωνικού TOPIX επιδεινώθηκε. Για τους περισσότερους κλάδους του S&P500 σημειώθηκε βελτίωση στη συνολική τεχνική εικόνα, εκτός από τον κλάδο της Ενέργειας, του οποίου η τεχνική εικόνα επιδεινώθηκε. Για τα κρατικά ομόλογα 10ετούς λήξης ΗΠΑ και Γερμανίας, καθώς και για τα εταιρικά ομόλογα Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ η συνολική τεχνική εικόνα βελτιώθηκε, ενώ για τα εταιρικά ομόλογα Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ και τα κρατικά ομόλογα Αναδυόμενων Αγορών, σε δολάριο, η συνολική τεχνική εικόνα αντιστράφηκε σε σχετικά θετική και θετική αντίστοιχα. Στο συνάλλαγμα, η συνολική τεχνική εικόνα για τον δείκτη του δολαρίου αντιστράφηκε σε αρνητική, για την ισοτιμία EURUSD βελτιώθηκε, ενώ επιδεινώθηκε για την ισοτιμία USDJPY. Βελτίωση στη συνολική τεχνική εικόνα παρουσίασαν το πετρέλαιο και τα εμπορεύματα (BCOM), ενώ η τεχνική εικόνα του χαλκού σημείωσε αντιστροφή σε θετική.
- Η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα των μετοχικών δεικτών, που παρακολουθούμε, σημείωσε βελτίωση για ορισμένους δείκτες σε σχέση με τον Απρίλιο. Συγκεκριμένα, η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα του μετοχικού δείκτη S&P500, του γερμανικού DAX, και του κινεζικού HANG SENG CHINA σημείωσε βελτίωση, ενώ η τεχνική εικόνα του δείκτη S&P600 SMALLCAP και του δείκτη των Αναδυόμενων Αγορών αντιστράφηκε σε θετική. Επίσης, η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα αρκετών κλάδων του S&P500 βελτιώθηκε και είναι πλέον θετική ή σχετικά θετική, ενώ, αντιθέτως, η τεχνική εικόνα των κλάδων της Βιομηχανίας, της Ενέργειας, της Κοινής Ωφελείας και των Χρηματοοικονομικών παραμένει αρνητική ή σχετικά αρνητική. Στις αγορές των ομολόγων σημειώθηκε αντιστροφή της τεχνικής εικόνας των κρατικών ομολόγων Αναδυόμενων Αγορών, σε δολάριο, σε σχετικά θετική, ενώ βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα των εταιρικών ομολόγων Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ και των εταιρικών ομολόγων Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ. Στο συνάλλαγμα, καταγράφηκε αντιστροφή της τεχνικής εικόνας του δείκτη του δολαρίου σε αρνητική, σημειώθηκε βελτίωση της τεχνικής εικόνας των ισοτιμιών EURUSD και EURGBP, ενώ επιδεινώθηκε η τεχνική εικόνα της ισοτιμίας USDJPY. Παρατηρήθηκε αντιστροφή της τεχνικής εικόνας του χαλκού σε θετική, ενώ βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα των εμπορευμάτων (BCOM).
- Η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα εμφανίζεται θετική ή σχετικά θετική για τους μετοχικούς δείκτες των ΗΠΑ και των Αναδυόμενων Αγορών, ενώ είναι αρνητική για τις μετοχικές αγορές στην Ευρώπη και την Ιαπωνία. Σε σχέση με την εβδομάδα που έληξε στις 24 Ιουλίου, επιδεινώθηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα των μετοχικών δεικτών S&P500, S&P600 SMALLCAP και του κινεζικού δείκτη HANG SENG CHINA. Αντιστράφηκε η τεχνική εικόνα των δεικτών πανευρωπαϊκού EURO STOXX, γερμανικού DAX, ισπανικού IBEX και ιταλικού FTSEMIB, καθώς και του κλάδου της Ενέργειας του S&P500 σε σχετικά αρνητική. Αντιθέτως, βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα του κλάδου των Ακινήτων του S&P500. Παράλληλα, αντιστράφηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα της ισοτιμίας EURGBP σε σχετικά αρνητική.



8.2 Διαδικασία Τεχνικής Ανάλυσης

- Επιγραμματικά, η λειτουργία της μεθόδου 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 υπό εξέταση αγοράς. Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας την εμπειρική κατανομή της αγοράς αυτής, κατηγοριοποιούμε την ένδειξη σε επτά ομάδες. Το εύρος από -0,5 έως 0,5 θεωρείται Ουδέτερο, από 0,5 έως 1,5 Σχετικά Θετικό, από 1,5 έως 2,5 Θετικό και άνω του 2,5 Πολύ Θετικό. Στον αντίποδα, το εύρος από -0,5 έως -1,5 θεωρείται Σχετικά Αρνητικό, από -1,5 έως -2,5 Αρνητικό και κάτω του -2,5 Πολύ Αρνητικό.
- Στην παραμετροποίηση της διαδικασίας του καθορισμού των φάσεων, βάζουμε στόχο μια συχνότητα αλλαγής φάσεων 1-3 μηνών, όταν χρησιμοποιούμε εβδομαδιαία στοιχεία, ενώ στη μηνιαία συχνότητα στοιχείων, στοχεύουμε σε μία περίοδο 6-9 μηνών. Η ταχύτητα αλλαγής φάσης συμπίπτει με την ταχύτητα αλλαγής εκτίμησης για κάθε αγορά (εμμέσως με τον επενδυτικό ορίζοντα). Δίνοντας 25% βαρύτητα στα βραχυπρόθεσμα και 75% στα μεσοπρόθεσμα στοιχεία, προσπαθούμε να βρούμε μια χρυσή τομή αναμεσά στο να αποφεύγουμε τις πολλές κινήσεις, αλλά και στο να έχουμε έγκαιρες προειδοποιήσεις αλλαγής τάσης.

Τεχνική Εικόνα Βασικών Δεικτών

Στοιχεία Ημερομηνίας: 31 Ιουλίου 2020

Δείκτης	Συνολική Αξιολόγηση*	Βραχυπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα Εβδομαδιαία Αξιολόγηση	Μεσοπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα Μηνιαία Αξιολόγηση	Μεταβολή Συνολικής Αξιολόγησης
S&P 500 Index	0,6	1,3	0,4	1,4
S&P 500 INDUSTRIALS	-0,4	2,0	-1,2	0,1
S&P 500 HEALTH CARE	2,4	2,4	2,4	2,1
S&P 500 ENERGY	-1,6	-1,4	-1,7	-0,7
S&P 500 INFORM. TECH	2,3	1,3	2,7	0,8
S&P 500 CONS. DISCRET.	2,5	1,4	2,9	2,9
S&P 500 CONS. STAPLES	1,5	2,5	1,2	1,7
S&P 500 MATERIALS	2,3	2,2	2,3	3,0
S&P 500 COMMUN. SERVICES	1,3	0,9	1,5	1,7
S&P 500 UTILITIES	-0,8	2,1	-1,8	0,2
S&P 500 REAL ESTATE	0,9	1,7	0,6	1,8
S&P 500 FINANCIALS	-0,8	1,9	-1,7	0,1
S&P 600 SMALLCAP Index	2,0	0,9	2,4	2,4
EURO STOXX Index	-1,9	-1,3	-2,1	-0,6
DAX Index	0,2	-0,7	0,4	1,0
FTSE 100 Index	-1,4	-1,3	-1,5	-0,7
IBEX Index	-1,9	-1,3	-2,1	-0,7
FTSEMIB Index	-2,1	-1,5	-2,3	-0,7
ASE Index	-1,7	0,3	-2,3	-0,1
MSCI EM. MKTS Index	1,9	2,5	1,8	2,8
HANG SENG CHINA ENTER. Index	0,2	0,0	0,3	1,1
TOPIX Index	-1,6	-1,3	-1,7	-0,5
DOLLAR Index	-2,1	-2,0	-2,2	-2,6
EURUSD	2,0	2,0	1,9	1,3
EURGBP	1,3	-1,1	2,1	0,5
USDJPY	-2,0	-1,7	-2,0	-0,9
GOLD	1,8	2,1	1,8	0,0
W.T.I	-0,9	1,3	-1,6	1,1
COPPER	2,0	2,1	2,0	2,8
COMMODITY Index	0,4	1,9	-0,1	1,7
US 10YR FUTURES	1,8	0,5	2,2	0,4
German 10YR FUTURES	0,0	2,5	-0,9	0,6
US CORPORATE IG BOND ETF	1,9	2,7	1,7	1,8
US CORPORATE H/Y BOND ETF	0,8	2,3	0,3	2,1
USD EM HC BOND ETF	1,6	2,6	1,3	2,4

Επεξηγήσεις:

Βραχυπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα: Χρονικός ορίζοντας 1-3 μήνες
Μεσοπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα: Χρονικός ορίζοντας 6-9 μήνες

* Στάθμιση: 25% Βραχυπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα, 75% Μεσοπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα

Πολύ Αρνητική
≤ -2,5

Αρνητική
-2,5 < ≤ -1,5

Σχετικά Αρνητική
-1,5 < ≤ -0,5

Ουδέτερη
-0,5 < < 0,5

Σχετικά Θετική
0,5 ≤ < 1,5

Θετική
1,5 ≤ < 2,5

Πολύ Θετική
2,5 ≤



09

ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ

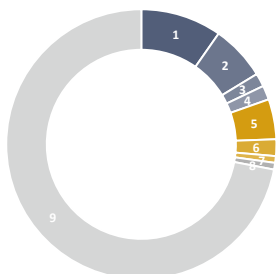
Η μονάδα **Οικονομικής Ανάλυσης & Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς** απέκτησε την πιστοποίηση **ISO 9001:2015*** από την **TÜV HELLAS** (Οργανισμός Επιθεώρησης και Πιστοποίησης, 100% θυγατρική του Γερμανικού Οργανισμού TÜV NORD Group) για τις μεθοδολογίες που έχει αναπτύξει αναφορικά με 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.

- 1 Κρατικά ομόλογα 9,7 %
- 2 Εταιρικά ομόλογα 6,6 %
- 3 Ομόλογα Α.Α. 1,6 %
- 4 Ομόλογα (άλλο) 1,7 %
- 5 Μετοχές ΗΠΑ 4,8 %
- 6 Μετοχές Ευρώπης 2 %
- 7 Μετοχές Ιαπωνίας 0,8 %
- 8 Θεματικές Επενδύσεις 0,8 %
- 9 Μετρητά 72 %

Cash Plus



1. Σκοπός επένδυσης

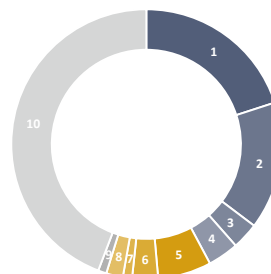
Στόχος η διατήρηση (όχι εγγύηση) του αρχικού κεφαλαίου, μέσω ενός χαρτοφυλακίου πολύ χαμηλής μεταβλητότητας. Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι 2-3 έτη.

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.

- 1 Κρατικά ομόλογα 20 %
- 2 Εταιρικά ομόλογα 15,3 %
- 3 Ομόλογα Α.Α. 3,2 %
- 4 Ομόλογα (άλλο) 3,7 %
- 5 Μετοχές ΗΠΑ 6,4 %
- 6 Μετοχές Ευρώπης 3,1 %
- 7 Μετοχές Ιαπωνίας 1,1 %
- 8 Μετοχές Α.Α. 2 %
- 9 Θεματικές Επενδύσεις 1 %
- 10 Μετρητά 44,2 %

Συντηρητικό



2. Σκοπός επένδυσης

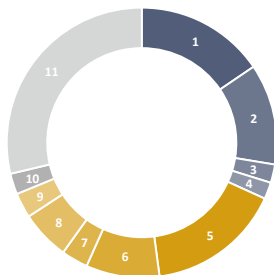
Στόχος η ελαφρά ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου, μέσω ενός χαρτοφυλακίου χαμηλής μεταβλητότητας. Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι 2-3 έτη.

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.

- 1 Κρατικά ομόλογα 15,5 %
- 2 Εταιρικά ομόλογα 12,1 %
- 3 Ομόλογα Α.Α. 2,2 %
- 4 Ομόλογα (άλλο) 2 %
- 5 Μετοχές ΗΠΑ 16,1 %
- 6 Μετοχές Ευρώπης 8,8 %
- 7 Μετοχές Ιαπωνίας 3,2 %
- 8 Μετοχές Α.Α. 5,9 %
- 9 Κλάδοι Χρημ/κών και Υγείας 3 %
- 10 Θεματικές Επενδύσεις 2,5 %
- 11 Μετρητά 28,7 %

Ισορροπημένο



3. Σκοπός επένδυσης

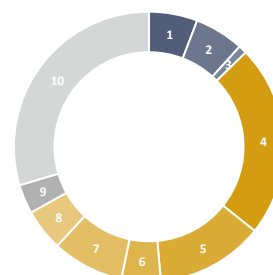
Στόχος η σταδιακή ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου, μέσω ενός χαρτοφυλακίου μεσαίας μεταβλητότητας. Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι 2-3 έτη.

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.

- 1 Κρατικά ομόλογα 5,8 %
- 2 Εταιρικά ομόλογα 5,9 %
- 3 Ομόλογα Α.Α. 1 %
- 4 Μετοχές ΗΠΑ 23 %
- 5 Μετοχές Ευρώπης 12,9 %
- 6 Μετοχές Ιαπωνίας 4,7 %
- 7 Μετοχές Α.Α. 8,6 %
- 8 Κλάδοι Χρημ/κών και Υγείας 5 %
- 9 Θεματικές Επενδύσεις 3,5 %
- 10 Μετρητά 2,6 %

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.



10

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ουδέτερη	Η άνοδος του S&P500 βασίζεται στο ότι η Fed και η κυβέρνηση των ΗΠΑ χρησιμοποιούν το οικονομικό τους οπλοστάσιο στον μέγιστο βαθμό, με τους επενδυτές να αισιοδοθούν για ανάκαμψη της οικονομίας και της εταιρικής κερδοφορίας το 2021. Παρ' όλα αυτά, τα ρίσκα είναι προς τα κάτω, λαμβάνοντας υπόψη τις υψηλές αποτιμήσεις και τις επερχόμενες προεδρικές εκλογές τον Νοέμβριο του 2020. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας.
Ευρωζώνη	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική θέση, εν μέσω προβληματισμού, για τη μετέπειτα πορεία της οικονομίας, παρά τη δυναμική στήριξη της ΕΚΤ. Οι αποτιμήσεις σε συνδυασμό με τις μη πειστικές εκτιμήσεις για τη μετέπειτα κερδοφορία και η ασάφεια σχετικά με τη συμφωνία για το Brexit λειτουργούν επιβαρυντικά, ενώ παράλληλα, δοκιμάζεται η ποιότητα των τραπεζικών ισολογισμών εν μέσω ύφεσης και αρνητικών επιτοκίων.
Ιαπωνία	Ήπια Αρνητική	Η ιαπωνική οικονομία είναι σε ύφεση και οι εξαγωγές της, η κινητήριος δύναμη, μειώνονται συνεχώς, ενώ αντίστοιχη πορεία ακολουθούν και οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία. Παράλληλα, δεν πρέπει να αγνοηθεί η εξάρτηση της αγοράς από την BoJ. Διατηρούμε την ήπια αρνητική θέση.
Αναδ. Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στις αναδυόμενες αγορές, καθώς η θετική απόκλιση του ρυθμού ανάπτυξης, τα πιο ελκυστικά θεμελιώδη και οι αποτιμήσεις των αναδυομένων έναντι των ανεπτυγμένων αγορών αντισταθμίζονται από τον μεγαλύτερο κίνδυνο για τις συνέπειες του Covid-19 στις οικονομίες τους.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς θεωρούμε ότι η όποια τάση για άνοδο θα περιοριστεί από το συνεχιζόμενο QE και τα χαμηλά επιτόκια, αλλά και από την υποβόσκουσα αβεβαιότητα για την εξέλιξη της πανδημίας και τις οικονομικές επιπτώσεις της.
Κρατικά Ευρωζώνης	Αρνητική	Οι αποδόσεις των κρατικών γερμανικών ομολόγων αναμένεται να παραμείνουν πιεσμένες στους επόμενους μήνες, παρότι ανακάμπτει η οικονομική δραστηριότητα, καθώς η ποσοτική χαλάρωση της ΕΚΤ θα τις κρατήσει χαμηλά. Δεδομένων των αρνητικών αποδόσεων, παρότι βραχυπρόθεσμα μπορεί να δούμε ήπια άνοδο των τιμών τους, διατηρούμε την υπο-επενδεδυμένη θέση μας.
Κρατικά Αναδυομένων Αγορών	Αρνητική	Το spread έχει ήδη κατέλθει στον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του, πλησιάζοντας τα προ-πανδημίας επίπεδα και τα αυξημένα ρίσκα παραμένουν (παγκόσμια αβεβαιότητα για την πανδημία, επανεμφάνιση διενέξεων ΗΠΑ-Κίνας), συνηγορώντας με στάση αναμονής. Διατηρούμε την υπο-επενδεδυμένη θέση στα ομόλογα των αναδυομένων αγορών.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης των ΗΠΑ, παρά τα ιστορικά χαμηλά των αποδόσεων, με διεύρυνση των επιλογών και σε χαμηλότερα tiers της επενδυτικής βαθμίδας, αναζητώντας καλύτερη απόδοση, με τη Fed να προσφέρει μια ασφαλιστική δικλείδα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Αρνητική	Παραμένουμε υπο-επενδεδυμένοι στα μη επενδυτικής διαβάθμισης, καθώς το spread τους έχει υποχωρήσει κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο και οι ανησυχίες για την οικονομική ανάκαμψη επανεμφανίζονται με την αύξηση των κρουσμάτων στις ΗΠΑ.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Η συνεχιζόμενη υποστήριξη από την ΕΚΤ, παράλληλα με την προσδοκώμενη συνέχιση της οικονομικής ανάκαμψης, αναμένεται να διατηρήσουν τα τρέχοντα επίπεδα ή να οδηγήσουν σε περαιτέρω συρρίκνωση του spread. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας για τα IG εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης.
Εταιρικά Ομόλογα Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Πολύ Αρνητική	Διατηρούμε την πολύ υπο-επενδεδυμένη θέση μας στα HY εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης, καθώς το spread είναι, πλέον, σχετικά χαμηλό, η ανάκαμψη της οικονομίας θα μπορούσε να ανασταλεί από ένα δεύτερο κύμα πανδημίας και, παράλληλα, συνεχίζει να ενισχύεται ο ρυθμός των χρεοκοπιών.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Υπέρ EUR	Η επανεκκίνηση των οικονομιών, οι θετικές εξελίξεις στην αντιμετώπιση της πανδημίας και, κυρίως, η συμφωνία για ένα Ευρωπαϊκό Ταμείο Ανάκαμψης στήριξαν την ισοτιμία EURUSD. Η συνολική τεχνική εικόνα παραμένει θετική. Το αναμενόμενο τριμηνιαίο εύρος αυξάνεται σε 1,1440- 1,2025 και το ετήσιο εύρος αυξάνεται σε 1,1250-1,2150, με αλλαγή στόχου στο 1,1900.
USDJPY	Ήπια υπέρ JPY	Η συνολική τεχνική εικόνα του USDJPY έχει παραμείνει σχετικά αρνητική, καθώς η ζήτηση για ασφαλή καταφύγια, λόγω δεύτερου κύματος κρουσμάτων, η διαφορά των χαρτοφυλακίων των δύο ΚΤ και τα χαμηλά επίπεδα του spread των 10ετών κρατικών ομολόγων ΗΠΑ-Ιαπωνίας συνεχίζουν να συνηγορούν σε ενίσχυση του γιεν έναντι του δολαρίου. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος διατηρείται στο 103,50-109,00, με στόχο στο 104,50.
EURGBP	Ουδέτερη	Μολονότι η στερλίνα παραμένει «φθηνή» έναντι του ευρώ, βάσει των θεμελιωδών στοιχείων, η επανεμφάνιση των ανησυχιών μιας άτακτης εξέδου σε συνδυασμό με τις επιπτώσεις του Covid-19 στην οικονομία διατηρούν τους μεσοπρόθεσμους κινδύνους για τη βρετανική λίρα. Η συνολική τεχνική εικόνα της EURGBP παραμένει αρνητική. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος μετατοπίζεται προς τα πάνω στο 0,8800-0,9400, με στόχο στο 0,8800.
Εμπορεύματα		
Εμπορεύματα	Ουδέτερη	Με τις προοπτικές ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας να παραμένουν ζοφερές, την κλιμακούμενη αντιπαράθεση ΗΠΑ-Κίνας να συνεχίζεται και ένα δεύτερο κύμα πανδημίας να βρίσκεται προ των πυλών, πιθανά, να συνεχιστούν οι πιέσεις στις τιμές των εμπορευμάτων, παρά τη σημαντική υποχώρηση του δολαρίου ως αποτέλεσμα του συνεχιζόμενου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της Fed. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας.
Χρυσός	Ήπια Θετική	Αν και οι θετικοί καταλύτες (ενετεινόμενη αβεβαιότητα για τις οικονομικές προοπτικές, πιθανή συνέχιση ρευστότητας από τις Κεντρικές Τράπεζες, ανησυχία για τον αυξανόμενο ρυθμό των κρουσμάτων) υπερισχύουν έναντι των αρνητικών στην τρέχουσα περίοδο, διατηρούμε την ήπια θετική μας θέση στον χρυσό, λόγω των υψηλών αποτιμήσεων.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Οι πρόσφατες εξάρσεις κρουσμάτων κορονοϊού, σηματοδοτώντας ένα δεύτερο κύμα πανδημίας και τα νέα περιοριστικά μέτρα, που λαμβάνονται, εντείνουν την αβεβαιότητα που θα μπορούσε να πλήξει τη ζήτηση για ενεργειακούς πόρους, με τις προοπτικές στην αγορά πετρελαίου να παραμένουν έντονα πτωτικές. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας.



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεκκός Ηλίας <i>Chief Economist</i>	Lekkosi@piraeusbank.gr Τηλ. 210 328 8120
Πατίκης Βασίλειος <i>Head</i>	Patikisv@piraeusbank.gr Τηλ. 210 373 9178

Οικονομική Ανάλυση

Αρακελιάν Βένη	Arakelianv@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4492
Γιαννακίδης Χαρίλαος	GiannakidisCh@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4485
Πολυχρονόπουλος Διονύσης	Polychronopoulosd@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4493
Παπακώστας Χρυσοβαλάντης	Papakostasc@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4491

Επενδυτική Στρατηγική

Αναστασοπούλου Ελένη	AnastasopoulouEle@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4502
Γαβαλάς Στέφανος	Gavalass@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4503
Δανίκας Άγγελος	Danikasa@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4515
Δούλος Δημήτρης	Doulosd@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4513
Πέρρου Χαρά	Hara.perros@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4523

Portfolios & Communication

Διακουμάκου Ευαγγελία	DiakoumakouE@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4528
-----------------------	--

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 αναπαράχθει 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 μεταξὺ 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 κατάρχηση 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