



ΚΑΤΑΡΓΗΣΗ ΕΛΑΧΙΣΤΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΕΛΒΕΤΙΚΟΥ ΦΡΑΓΚΟΥ-ΕΥΡΩ

Η ελβετική Κεντρική Τράπεζα (SNB) με απρόσμενη από τις αγορές απόφασή της στις 15 Ιανουαρίου αποφάσισε να:

- **Αποσυνδέσει το ελβετικό φράγκο από την ισοτιμία 1,20 φράγκα ανά ευρώ** κατ' ελάχιστον που η ίδια είχε θέσει προκειμένου να προστατέψει την ελβετική οικονομία από την υπερβολική ανατίμηση του φράγκου.
- **μειώσει το επιτόκιο στις καταθέσεις όψεως** που δέχεται, όταν αυτές ξεπερνούν ένα συγκεκριμένο όριο (CHF 10 εκατ. ανά καταθέτη), κατά 0,5 εκατοστιαίες μονάδες, **στο -0,75**. Σημειώνεται ότι η απόφαση για αρνητικό επιτόκιο (-0,25%) είχε ανακοινωθεί στις 18/12/14 και επρόκειτο να εφαρμοστεί στις 22/1/15.
- **ορίσει το εύρος-στόχο του Libor 3-μηνών μεταξύ -1,25% και -0,25%** από το τρέχον -0,75% και 0,25% (που είχε επίσης αποφασιστεί στις 18/12/14).

Οι άμεσες επιπτώσεις των ανωτέρω αποφάσεων ήταν η σημαντική ενίσχυση του φράγκου έναντι του ευρώ, από τα 1,2008 CHF/€ στις 14/1 στα 0,98 CHF/€ στις 15/1.

Οι πιέσεις αυτές στην ισοτιμία θεωρούνται υπερβολικές σε σχέση με τα συγκριτικά μακροοικονομικά δεδομένα Ευρωζώνης - Ελβετίας και θα ήταν δυνατόν να εξηγηθούν μόνο με ανησυχίες που πηγάζουν από την αβεβαιότητα που προκαλεί το ενδεχόμενο άσκησης πολιτικών ποσοτικής χαλάρωσης εκ μέρους της ΕΚΤ.

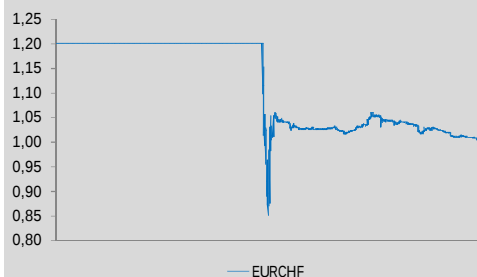
Συμπερασματικά, λοιπόν, θεσμικές εξελίξεις που θα οδηγούσαν σε ουσιαστικότερη συνοχή της Ευρωζώνης ή και μια θετική έκπληξη στον ρυθμό της ονομαστικής ανάπτυξής της έναντι της Ελβετίας θα δικαιολογούσε μια μακροχρόνια εξισορρόπηση της ισοτιμίας πάνω από το 1,27. Από την άλλη πλευρά, μια διακύμανση στην ζώνη 0,85-1,20 που πρόσφατα σηματοδοτήθηκε, θα προεξοφλούσε μια σημαντική επιδείνωση στα δεδομένα (θεσμικά/οικονομικά) της Ευρωζώνης.

Ηλίας Λεγκός
Group Chief Economist

Πατίκης Βασίλης
Head of Global Markets

Ιανουάριος 2015

Συναλλαγματική ισοτιμία EURCHF στις 15/1/2015



Τράπεζα Πειραιώς

Οικονομικής Ανάλυση
και Αγορές

researchdivision@piraeusbank.gr
Bloomberg: <PBGR>

Ηλίας Λεγκός
Lekkosl@piraeusbank.gr

Πατίκης Βασίλης
Patikisv@piraeusbank.gr

Πολυχρονόπουλος Διονύσης
Polychronopoulosd@piraeusbank.gr

Παπακώστας Χρυσοβαλάντης
Papakostasc@piraeusbank.gr

Τράπεζα Πειραιώς
Αμερικής 4, 105 64, Αθήνα

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

ΚΑΤΑΡΓΗΣΗ ΕΛΑΧΙΣΤΗΣ ΙΣΟΤΙΜΙΑΣ ΕΛΒΕΤΙΚΟΥ ΦΡΑΓΚΟΥ-ΕΥΡΩ

Η ελβετική Κεντρική Τράπεζα (SNB) με απρόσμενη από τις αγορές απόφασή της στις 15 Ιανουαρίου αποφάσισε να:

- **αποσυνδέσει το ελβετικό φράγκο από την ισοτιμία 1,20 φράγκα ανά ευρώ** κάτ' ελάχιστον που η ίδια είχε θέσει προκειμένου να προστατέψει την ελβετική οικονομία από την υπερβολική ανατίμηση του φράγκου.
- **μειώσει το επιτόκιο στις καταθέσεις όψεως** που δέχεται, όταν αυτές ξεπερνούν ένα συγκεκριμένο όριο (CHF 10 εκατ. ανά καταθέτη), κατά 0,5 εκατοστιαίες μονάδες, **στο -0,75**. Σημειώνεται ότι η απόφαση για αρνητικό επιτόκιο (-0,25%) είχε ανακοινωθεί στις 18/12/14 και επρόκειτο να εφαρμοστεί στις 22/1/15.
- **ορίσει το εύρος-στόχο του Libor 3-μηνών μεταξύ -1,25% και -0,25%** από το τρέχον -0,75% και 0,25% (που είχε επίσης αποφασιστεί στις 18/12/14).

Σύμφωνα με την Κεντρική Τράπεζα, η συγκεκριμένη ελάχιστη ισοτιμία είχε εισαχθεί ως έκτακτο και προσωρινό χαρακτήρα μέτρο σε μια περίοδο πολύ υψηλής αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές και τάσης υπερβολικής ανατίμησης του φράγκου. Σήμερα, αν και η αξία του φράγκου παραμένει υψηλή, εκτιμά ότι η υπερτίμησή του συνολικά έχει περιοριστεί καθώς η οικονομία είχε τον απαραίτητο χρόνο προκειμένου να προσαρμοστεί στις νέες συνθήκες. Προβλέπει επίσης, ότι η τρέχουσα απόκλιση στη νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών των μεγαλύτερων οικονομιών στο μέλλον θα συνεχιστεί και πιθανότατα να ενισχυθεί.

Καθώς το ευρώ είχε αποδυναμωθεί αισθητά τους τελευταίους μήνες έναντι του δολαρίου, εξέλιξη που οδήγησε και στην ανάλογη υποτίμηση του φράγκου έναντι του δολαρίου, η Κεντρική Τράπεζα θεώρησε ότι σε αυτές τις συνθήκες δεν δικαιολογείται η διατήρηση της ανωτέρω ελάχιστης ισοτιμίας και για αυτό προχώρησε στην κατάργησή της. Προκειμένου να αποφύγει μία μη επιθυμητή σύσφιξη των νομισματικών συνθηκών προχώρησε και στην ταυτόχρονη μείωση βασικών επιτοκίων της. Κατέστησε, ωστόσο, σαφές ότι για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής της θα εξακολουθήσει να λαμβάνει υπόψη της την εξέλιξη της ισοτιμίας και ότι θα παρεμβαίνει στην αγορά συναλλάγματος εάν καταστεί αναγκαίο.

Οι άμεσες επιπτώσεις των ανωτέρω αποφάσεων ήταν η σημαντική ενίσχυση του φράγκου έναντι του ευρώ, από τα 1,2008 CHF/€ στις 14/1 στα 0,98 CHF/€ στις 15/1 αφού πρώτα σημείωσε χαμηλό στο 0,85. Σημειώνεται ότι την ίδια περίοδο η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου διαμορφώθηκε από τα 1,1784 \$/€ στα 1,1636 \$/€. Παράλληλα, η SNB προχώρησε το τελευταίο διάστημα σε μείωση των βασικών επιτοκίων της προκειμένου να στηρίξει την απελευθερωμένη πλέον ισοτιμία.

Κατά πάσα πιθανότητα, η ελβετική Κεντρική Τράπεζα (SNB) προχώρησε σε αυτές τις κινήσεις καθώς θεώρησε ότι δεν θα ήταν στο προσεχές μέλλον διατηρήσιμη η ισοτιμία στο επίπεδο των 1,20 CHF/€ καθώς σε σύντομο χρονικό διάστημα προσδοκάται ότι η ΕΚΤ θα προχωρήσει σε κάποιας μορφής πρόγραμμα αγοράς κρατικών τίτλων. Μέσα σε αυτό το πλαίσιο σύντομα θα βρισκόμασταν σε μια κατάσταση όπου η ΕΚΤ θα τύπωνε ευρώ και η Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας θα τύπωνε φράγκα για την αγορά αυτών. **Το αποτέλεσμα θα ήταν μια περαιτέρω διόγκωση των αποθεμάτων ξένου συναλλάγματος που ήδη ανέρχονται στο 82% του ΑΕΠ από 34% τον Ιούνιο του 2011 (λίγο πριν την εισαγωγή του ορίου των 1,2 ελβετικών φράγκων/ευρώ, αλλά και από 73% το Μάρτιο του 2014).** Η πρόσφατη αύξηση υποδηλώνει την αναζωπύρωση των πιέσεων που συνδέονται με την αβεβαιότητα στην Ευρωζώνη καθώς σε ένα ακραίο σενάριο η κεντρική τράπεζα της Ελβετίας θα μπορούσε να βρεθεί με συναλλαγματικά αποθέματα ενός νομίσματος με αβέβαιη αξία (το ευρώ αποτελεί το 44% των αποθεμάτων της ελβετικής Κεντρικής Τράπεζας). **Η υποτίμηση αυτή έχει να κάνει τόσο σε σχέση με την πτώση έναντι του δολαρίου ή κάποιου άλλου νομίσματος (ή και τον χρυσό), όσο και βάσει «θεσμικών κριτηρίων» στο βαθμό όπου δεν διενεργείται μια ουσιαστική ενοποίηση της Ευρωζώνης.** Για παράδειγμα, πρόσφατες πληροφορίες καταδεικνύουν ότι είναι πιθανό οι αγορές των κρατικών ομολόγων στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωζώνης να γίνουν από τις περιφερειακές κεντρικές τράπεζες με αντίστοιχη επιβάρυνση των ισολογισμών. Μια τέτοια εξέλιξη αποδυναμώνει την αξία του ευρώ ως αποθεματικό νόμισμα καθώς υποβαθμίζεται η σημασία της κεντρικής τράπεζας.

Πέρα όμως από τις θεσμικές αυτές ανησυχίες, η αντίδραση της αγοράς δεν συνάδει με τα οικονομικά θεμελιώδη των δυο οικονομιών και είναι μάλλον υπερβολική.

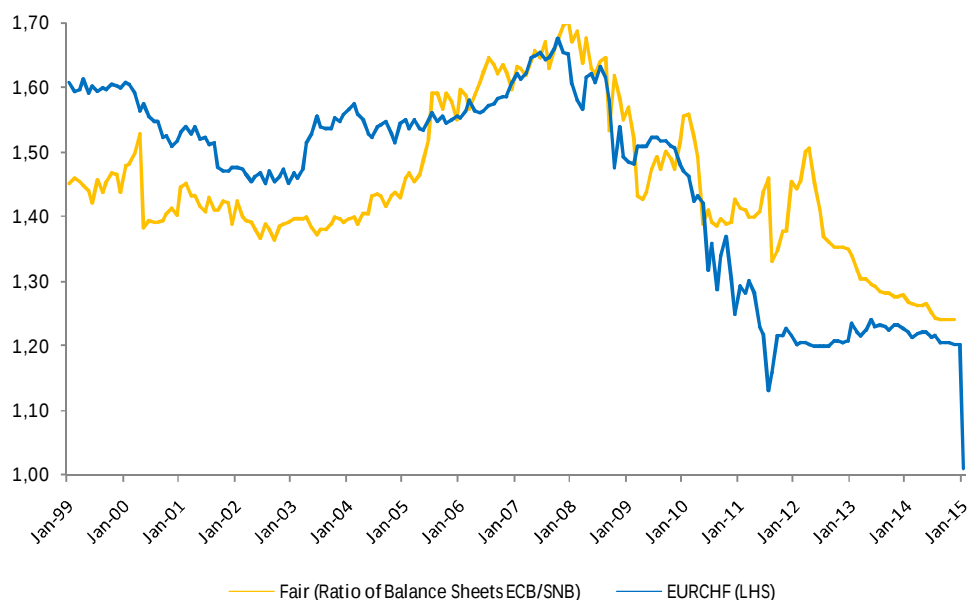
Για παράδειγμα, σύμφωνα με εκτιμήσεις της Capital Economics, η δίκαιη τιμή της ισοτιμίας EURCHF σύμφωνα με την θεωρία μακροχρόνιας εξίσωσης της αγοραστικής αξίας (Purchasing Power Parity) βρίσκεται στο 1,27. Παράλληλα σύμφωνα με εκτιμήσεις μας και συσχετίσεις της ισοτιμίας με θεμελιώδη στοιχεία τα οποία είναι καθοριστικά των ισοτιμιών δικαιολογείται μια ισοτιμία μεταξύ του 1,24 (λόγος ισολογισμών ΕΚΤ/Κεντρικής Τράπεζας της Ελβετίας αλλά και σύμφωνα με τον λόγο της ευρείας προσφοράς χρήματος M3 της Ελβετίας σε σχέση με τα συναλλαγματικά αποθέματα της SNB) και του 1,33 που υποδεικνύει η διαφορά των διετών αποδόσεων μεταξύ Γερμανίας και Ελβετίας, η οποία διευρύνθηκε από τις 24 μ.β. (στις 14/1) στις 48 μ.β. (στις 19/1). Από τα διαγράμματα που ακολουθούν παρατηρούμε ότι η ισοτιμία EURCHF στα 1,20 βρισκόταν μέσα σε λογικά πλαίσια δεδομένων των παραγόντων που παραθέτουμε, ενώ ύστερα από τις πρόσφατες εξελίξεις μια σταθεροποίηση ή και μείωση των αποθεμάτων της ελβετικής Κεντρικής Τράπεζας παράλληλα με την αύξηση του ισολογισμού της ΕΚΤ αλλά και μια σταθεροποίηση των επιτοκιακών διαφορών θα την καθιστούσαν υπερβολικά φτηνή.

Συμπερασματικά, λοιπόν, θεσμικές εξελίξεις που θα οδηγούσαν σε ουσιαστικότερη συνοχή της Ευρωζώνης ή και μια θετική έκπληξη στον ρυθμό της ονομαστικής ανάπτυξής της έναντι της Ελβετίας θα δικαιολογούσε μια μακροχρόνια εξισορρόπηση της ισοτιμίας πάνω από το 1,27. Από την άλλη πλευρά, μια διακύμανση στην ζώνη 0,85-1,20 που πρόσφατα σηματοδοτήθηκε, θα προεξοφλούσε μια σημαντική επιδείνωση στα δεδομένα (θεσμικά/οικονομικά) της Ευρωζώνης.

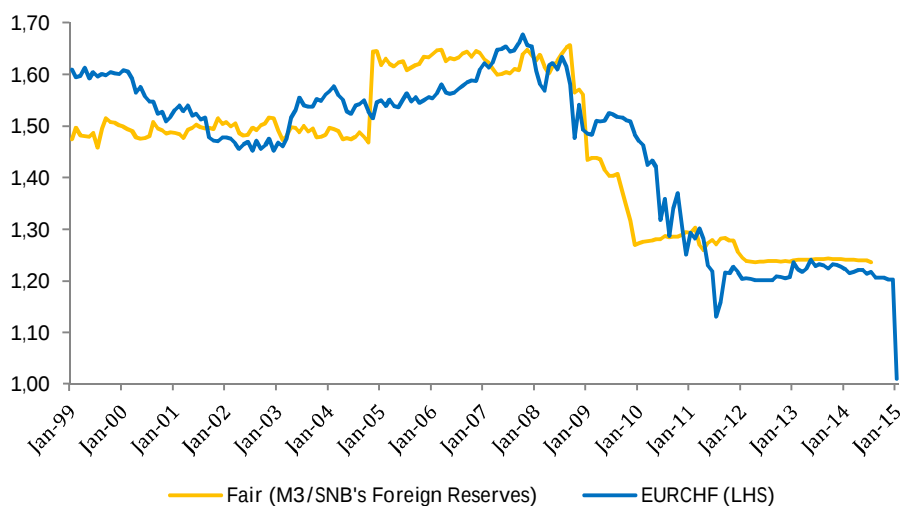
EURCHF vs αποδόσεις διετών κρατικών ομολόγων



EURCHF vs συνόλου ενεργητικού Κεντρικών Τραπεζών



EURCHF vs προσφοράς χρήματος/ Συναλλαγματικά διαθέσιμα Ελβ. Κεντρικής Τράπεζας



Οικονομική Ανάλυση & Αγορές

Λεκκός Ηλίας	Chief Economist	2103288120	Lekkosi@piraeusbank.gr
Παπιώτη Λιάνα	Secretary	2103288187	PapiotiE@piraeusbank.gr
Ζορμπά Κατερίνα			ZorbaAik@piraeusbank.gr

Ελληνική Οικονομία

Στάγγελ Ειρήνη	Manager	2103288192	Staggelir@piraeusbank.gr
Γαβαλάς Δημήτρης	Junior Economic Analyst	2164001737	Gavalasd@piraeusbank.gr

Ανεπτυγμένες Οικονομίες

Πατίκης Βασίλειος	Head of Global Markets	2103739178	Patikisv@piraeusbank.gr
Αρακελιάν Βένη	Senior Economist	2103739369	Arakelianv@piraeusbank.gr
Πολυχρονόπουλος Διονύσης	Senior Economist	2103288694	Polychronopoulo@d@piraeusbank.gr
Παπακώστας Χρυσοβαλάντης	Economic Analyst	2103335468	Papakostasc@piraeusbank.gr
Γιαννακίδης Χαρίλαος	Junior Economic Analyst	2103739612	Giannakidisch@piraeusbank.gr
Κωνσταντού Ευαγγελία	Junior Economic Analyst	2103739749	Konstantoue@piraeusbank.gr

Αναπτυσσόμενες Οικονομίες

Ρότσικα Δημητρία	Economist	2103288365	Rotsikad@piraeusbank.gr
------------------	-----------	------------	-------------------------

Κλαδικές Μελέτες

Βλάχου Παρασκευή	Economic Analyst	2103335631	Vlachoupar@piraeusbank.gr
------------------	------------------	------------	---------------------------

Θεσμικές και Εποπτικές Εξελίξεις

Λεβεντάκης Αρτέμης	Senior Economist	2164001792	LeventakisAr@piraeusbank.gr
Μαργαρίτη Κωνσταντίνα	Junior Economic Analyst	2103739642	Margaritik@piraeusbank.gr

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