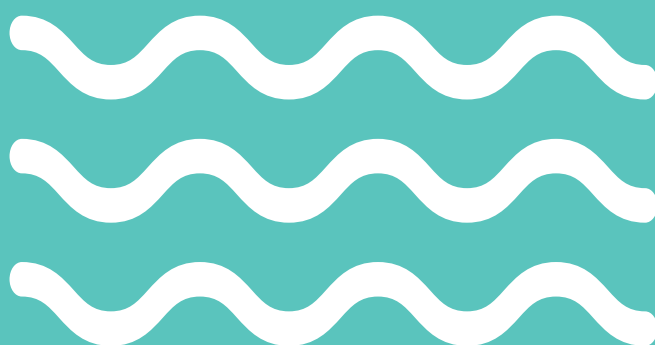


3<sup>ο</sup> ΤΡΙΜΗΝΟ 2016



# Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ  
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



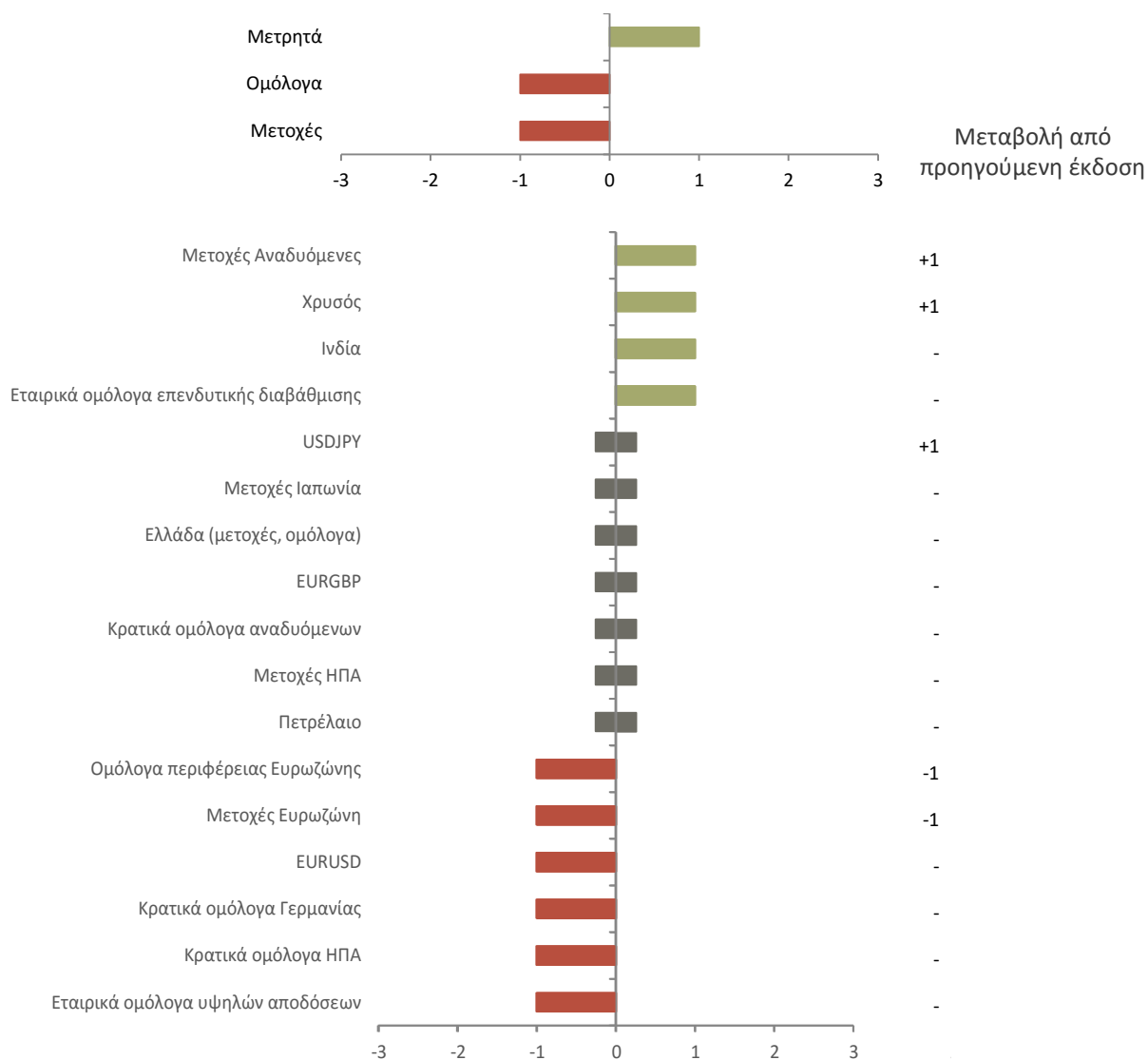


# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>1. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ</b>	<b>8</b>
<b>2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ</b>	<b>11</b>
2.1 ΗΠΑ	12
2.2 Ευρωζώνη	14
2.3 Ηνωμένο Βασίλειο	17
2.4 Ιαπωνία	18
2.5 Κίνα	19
2.6 Ινδία	21
2.7 Βραζιλία	22
2.8 Ρωσία	23
2.9 Ελλάδα	25
<b>3. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ</b>	<b>28</b>
<b>4. ΟΜΟΛΟΓΑ</b>	<b>32</b>
4.1 Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ - Γερμανίας	32
4.2 Ομόλογα Περιφέρειας Ευρωζώνης	34
4.3 Κρατικά Ομόλογα Αναδυομένων Αγορών	35
4.4 Εταιρικά Ομόλογα (Επενδυτικής Διαβάθμισης & Υψηλής Απόδοσης)	36
<b>5. ΜΕΤΟΧΕΣ</b>	<b>38</b>
5.1 ΗΠΑ	40
5.2 Ευρωζώνη	44
5.3 Ιαπωνία	45
5.4 Αναδυόμενες Αγορές	46
Κίνα	47
Ινδία	48
Ρωσία	48
Βραζιλία	49
<b>6. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ</b>	<b>50</b>
6.1 EURUSD	50
6.2 USDJPY	51
6.3 EURGBP	51
<b>7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ</b>	<b>53</b>
7.1 Χρυσός	53
7.2 Πετρέλαιο	54
<b>8. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ</b>	<b>56</b>
<b>9. ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ</b>	<b>58</b>

# ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές αλλά αναβαθμίζουμε τη θέση μας στις αναδυόμενες αγορές εις βάρος των μετοχών Ευρωζώνης, ενώ μειώνουμε θέσεις και στα ομόλογα της περιφέρειας. Παίρνουμε κέρδη στο JPY έναντι του USD. Αναβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό.



# ΣΥΝΟΨΗ

Η αναζήτηση αποδόσεων σε περιβάλλον αρνητικών επιτοκίων και χαμηλής μεταβλητότητας μπορεί να παρασύρει τους επενδυτές σε ανάληψη υπερβολικού ρίσκου. Η φθίνουσα αποτελεσματικότητα της νομισματικής χαλάρωσης, η πτώση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων και οι ακριβές αποτιμήσεις στα περισσότερα assets μάς οδηγούν να εστιάσουμε πρωτίτως στην προστασία του επενδεδυμένου κεφαλαίου και δευτερεύοντος στην επίτευξη αποδόσεων.

Οι τάσεις που είχαν διαμορφωθεί το Α' τρίμηνο του έτους συνεχίστηκαν και το Β' τρίμηνο στις περισσότερες αγορές. Οι επενδύσεις σταθερού εισοδήματος πρόσφεραν τις καλύτερες αποδόσεις τόσο σε απόλυτο μέγεθος όσο και σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο. Οι μετοχές κατέγραψαν μικτές τάσεις, ενώ μεγάλη ήταν η μεταβλητότητα στις αγορές συναλλάγματος. Μεγάλος κερδισμένος το γιεν (άνοδος 8% έναντι του δολαρίου) και μεγάλος χαμένος η στερλίνα (πτώση 7% έναντι του δολαρίου).

Η απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να αποχωρήσει από την Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν η εξέλιξη που σημάδεψε το Β' τρίμηνο του έτους, ωστόσο οι παρεμβάσεις, πριν και μετά το δημοψήφισμα, των κεντρικών τραπεζών και οι εκτιμήσεις για περιορισμένες και τοπικές συνέπειες του Brexit βοήθησαν να περιοριστούν οι απώλειες στις περισσότερες αξίες.

Τα αρνητικά επιτόκια και η χαμηλή μεταβλητότητα δημιουργούν συνθήκες πίεσης στους επενδυτές, οι οποίοι αναζητούν αποδόσεις, ωστόσο είμαστε επιφυλακτικοί να κυνηγήσουμε τις αγορές στα τρέχοντα υψηλά επίπεδα, καθώς θεωρούμε ότι το επενδυτικό περιβάλλον παραμένει ευάλωτο σε πτωτικό ρίσκο και οι αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές.

Η παγκόσμια οικονομία διανύει μακροχρόνια περίοδο ασθενούς ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού, παρά τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια και την άπλετη ρευστότητα που έχουν διοχετεύσει οι

κεντρικές τράπεζες στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Η ρευστότητα θα παραμείνει σε αφθονία στις διεθνείς αγορές, ωστόσο οι θετικές επιπτώσεις της είναι οριακές και φθίνουσες πλέον. Μόνο με την ταυτόχρονη ανάληψη μέτρων επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής και με διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές εργασίας θα επιτευχθούν υψηλότεροι και διατηρήσιμοι ρυθμοί ανάπτυξης παγκοσμίως.

Σαν να μην έφθανε αυτό, η κερδοφορία των επιχειρήσεων μειώνεται, γεγονός που ιστορικά προαναγγέλλει ύφεση. Η απουσία αναπτυξιακών προοπτικών οδηγεί σε έξαρση του λαϊκισμού, του προστατευτισμού και του εθνικισμού, με αποκορύφωμα την πρόσφατη απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να αποχωρήσει από την Ευρωπαϊκή Ένωση, οι οικονομικές και κυρίως πολιτικές συνέπειες της οποίας δεν μπορούν ακόμα να διαγνωστούν.

Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές και προτιμούμε την έκθεση σε εταιρικά ομόλογα, διακρατώντας αυξημένη έκθεση σε μετρητά, ώστε να προστατευθούμε από την αύξηση της μεταβλητότητας.

Στις επιμέρους μετοχικές αγορές αναβαθμίζουμε τις μετοχές αναδυομένων αγορών. Υποβαθμίζουμε την Ευρωζώνη από ουδέτερη σε υποεπενδεδυμένη, λόγω των αυξημένων οικονομικών και πολιτικών κινδύνων, ενώ και το τραπεζικό σύστημα εμφανίζεται ευάλωτο σε εξωγενή σοκ. Αναβαθμίζουμε τις αναδυόμενες αγορές λόγω βελτίωσης των macros, σταθεροποίησης του δολαρίου και θετικού momentum στην κερδοφορία τους.

Στις ομολογιακές επενδύσεις υποβαθμίζουμε τη θέση στα ομόλογα χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης καθώς, παρά τη σταθερή ζήτηση από την ECB, τα spreads δεν αποζημιώνουν για τους κινδύνους που αντιμετωπίζει η Ένωση. Διατηρούμε την προτίμηση σε εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης και στα ομόλογα αναδυομένων αγορών, ενώ παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων και στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Γερμανίας.

Στο συνάλλαγμα διατηρούμε τη θέση μας υπέρ του δολαρίου στην ισοτιμία EURUSD, καθώς θεωρούμε ότι οι αγορές υποεκτιμούν τις πιθανότητες αύξησης των επιτοκίων από τη Fed, ενώ και το ρίσκο για το ευρώ παραμένει αυξημένο. Αναθεωρούμε τη θέση μας στο USDJPY από υπέρ τού γιεν σε ουδέτερη και εκμεταλλευόμαστε περαιτέρω άνοδο στην ισοτιμία EURGBP για αγορές GBP. Στα εμπορεύματα αναβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό σε θετική και διατηρούμε την ουδέτερη θέση στο πετρέλαιο.

# 01

## ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

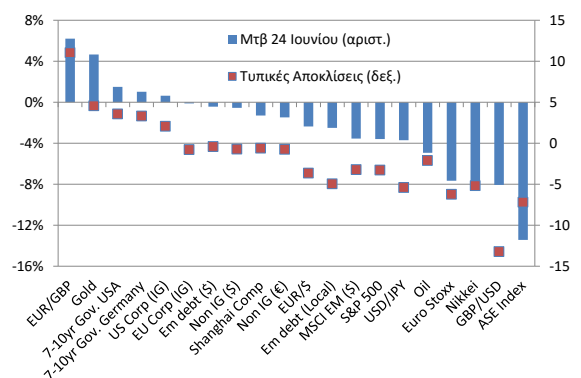
Το Β' τρίμηνο σημαδεύτηκε από την απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να εγκαταλείψει την Ευρωπαϊκή Ένωση. Σε επίπεδο κατηγοριών επένδυσης συνεχίστηκαν οι τάσεις που είχαν επικρατήσει και στο Α' τρίμηνο του έτους. Οι τιμές των εμπορευμάτων συνέχισαν να ανακάμπτουν, τα ομόλογα όλων των κατηγοριών κατέγραψαν υψηλές αποδόσεις, ενώ οι μετοχές υστέρησαν για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο.

Η έκβαση του δημοψηφίσματος της 23ης Ιουνίου στο Ηνωμένο Βασίλειο για αποχώρηση από την Ευρωπαϊκή Ένωση ξάφνιασε αναλυτές και επενδυτές, οι οποίοι περίμεναν οι πολίτες να ψηφίσουν υπέρ της διατήρησης του status quo, προκαλώντας μαζικές ρευστοποιήσεις στις αγορές. Οι απώλειες τις δύο ημέρες που ακολούθησαν το δημοψήφισμα ήταν μεγέθους 5 έως 15 τυπικών αποκλίσεων. Πολύ γρήγορα, ωστόσο, έπειτα από σειρά λεκτικών και νομισματικών παρεμβάσεων από τις μεγάλες κεντρικές τράπεζες, οι επενδυτές ξαναβρήκαν την ψυχραιμία τους. Επίσης, οι πρώτες εκτιμήσεις για τις επιπτώσεις του Brexit στην παγκόσμια οικονομία ήταν ενθαρρυντικές και συνέκλιναν στη χαμηλή πιθανότητα να προκληθεί συστημικό σοκ από την εξέλιξη αυτή. Ως αποτέλεσμα, οι επενδύσεις ρίσκου ανέκαμψαν γρήγορα και οι περισσότερες έκλεισαν το τρίμηνο με κέρδη, ακολουθώντας τις τάσεις του Α' τριμήνου. Εξαίρεση βεβαίως αποτέλεσε η στερλίνα, η οποία υποχώρησε σε επίπεδα 1985 έναντι του δολαρίου.

Η απρόσμενη απόφαση για Brexit, ωστόσο, έφερε στο προσκήνιο τις αδυναμίες του ευρωπαϊκού τραπεζικού κλάδου. Το πρόβλημα είναι γνωστό και έγκειται στη μη αποτελεσματική εξυγίανση των ισολογισμών του κλάδου, η οποία εκκρεμεί από το 2008. Δεν είναι τυχαίο ότι για δεύτερη συνεχόμενη χρονιά οι δύο τράπεζες που απέτυχαν στα stress tests της Fed είναι ευρωπαϊκές (η Deutsche Bank και η Banco Santander). Το 2016 έχει έλθει στο επίκεντρο ο

### ΓΡΑΦΗΜΑ 1

Αποδόσεις και τυπικές αποκλίσεις μεταβολών 24ης Ιουνίου



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ιταλικός τραπεζικός κλάδος, ο οποίος βαρύνεται με επισφαλή δάνεια 260 δισ. ευρώ, ενώ η οικονομία της χώρας αναπτύσσεται με εξαιρετικά αργούς ρυθμούς. Η δημιουργία του «Άτλαντα», ενός ταμείου διάσωσης προβληματικών τραπεζών με κεφάλαια 5 δισ. ευρώ, δεν ήταν αρκετή για να αποσοβήσει τους κραδασμούς στο τραπεζικό σύστημα της Ιταλίας. Με την αγορά να περιμένει νέο γύρο ανακεφαλαιοποιήσεων στον κλάδο, υπό την απειλή του bail in για τους ομολογιούχους, η διεύρυνση των CDS και η πτώση των μετοχών (-11% το Β' τρίμηνο και 27% από την αρχή του έτους) είναι αιτιολογημένες.

Η άλλη σημαντική εξέλιξη των τελευταίων μηνών (που πλήττει και την κερδοφορία των τραπεζών) αφορά την περαιτέρω πτώση των μακροχρόνιων επιτοκίων από τα ήδη χαμηλά επίπεδα. Η πτώση των πληθωριστικών προσδοκιών, παρά την εντυπωσιακή ανάκαμψη των τιμών του πετρελαίου και των εμπορευμάτων γενικότερα, δημιουργεί έντονο προβληματισμό και ενισχύει τις ανησυχίες για «ιαπωνοποίηση» της παγκόσμιας οικονομίας. Το κλείσιμο του τριμήνου βρήκε \$12,9 τρισ. ομόλογα να διαπραγματεύονται με αρνητικά επιτόκια (δεκαετή επιτόκια στο -0,13% Γερμανία, -0,21% Ιαπωνία, -0,58% Ελβετία) και την αμερικανική δεκαετία σε ιστορικά χαμηλά (1,47%). Οι κεντρικές τράπεζες των μεγάλων αναπτυγμένων οικονομιών το περασμένο τρίμηνο είτε επέκτειναν τη χαλαρή νομισματική πολιτική (η ΕΚΤ ξεκίνησε τις αγορές εταιρικών ομολόγων στο πλαίσιο του προγράμματος CSPP) είτε τη διατήρησαν αμετάβλητη (Bank of Japan) είτε, ακόμη, ανέβαλαν τη σύσφιξη της νομισματικής τους πολιτικής (η Fed στη συνεδρίαση του Ιουνίου πριν από το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο χρησιμοποίησε ηπιότερη ρητορική, επισημαίνοντας τους κινδύνους από το Brexit). Όπως ήταν αναμενόμενο τα κρατικά και εταιρικά ομόλογα ευνοήθηκαν από τις παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζών και ενισχύθηκαν κατά μέσο όρο 3%. Παρά την υποβάθμιση των προβλέψεων για τα επιτόκια στις ΗΠΑ, το δολάριο ενισχύθηκε στο τρίμηνο, με την άνοδο να σημειώνεται κυρίως μετά το Brexit, λόγω του χαρακτήρα ασφαλούς καταφυγίου του αμερικανικού νομίσματος.

Στα αρνητικά επιτόκια αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό και η ανθεκτικότητα των μετοχών στο σοκ του Brexit, καθώς οι επενδυτές καλούνται να διαλέξουν τη λιγότερο κακή επιλογή (αρνητικά επιτόκια στη δεκαετία ή αγορά μετοχών με αποτιμήσεις άνω του ιστορικού μέσου όρου). Η επιφυλακτικότητα, ωστόσο, διαφαίνεται στις γεωγραφικές και στις κλαδικές προτιμήσεις. Ο S&P 500 έκλεισε με θετικό πρόσημο ως πιο αμυντική επιλογή, ενώ οι μετοχές ευρωζώνης υστέρησαν ως πιο εκτεθειμένες σε πτωτικό ρίσκο.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Αποδόσεις 2Q '16

Δείκτης	Q2'16	Q1'16	1H'16	2015
MSCI Κόσμος (\$)	0%	-2%	-1%	-2%
S&P 500	2%	0%	2%	0%
Euro Stoxx	-5%	-7%	-12%	9%
Nikkei	-7%	-12%	-18%	9%
MSCI EM (\$)	0%	6%	5%	-17%
Γενικός Δείκτης ΧΑ	-6%	-6%	-11%	-26%
7-10yr Κρατ. ΗΠΑ	3%	5%	8%	2%
7-10yr Κρατ. Γερμανία	2%	4%	6%	1%
Εταιρικά ΗΠΑ (IG)	4%	5%	9%	-1%
Εταιρικά Ευρωζ. (IG)	2%	2%	4%	-1%
Ετ. Υψηλής Απόδοσης (\$)	6%	3%	9%	-5%
Ετ. Υψηλής Απόδοσης (€)	2%	3%	4%	0%
Κρατικά Αναδ. Αγορ. (\$)	6%	6%	12%	2%
Κρατικά Αναδ. Αγορ. (τοπ. νομ.)	1%	8%	8%	-11%
EUR/USD	-2%	4%	2%	-10%
EUR/GBP	5%	7%	13%	-5%
USD/JPY	-8%	-7%	-14%	1%
Πετρέλαιο	26%	5%	32%	-31%
Χρυσός	7%	16%	25%	-10%

Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική



Σε κλαδικό επίπεδο, οι επενδυτές προτίμησαν αμυντικούς κλάδους (κοινή ωφέλεια, τηλεπικοινωνίες, μη κυκλικά) με υψηλές μερισματικές αποδόσεις.

Οι αξίες αναδυόμενων αγορών συνέχισαν να υπεραποδίδουν, καθώς ευνοούνται από τη σταθεροποίηση του δολαρίου, την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων και την ανθεκτικότητα που παρουσιάζουν οι οικονομίες τους στις επιπτώσεις τού Brexit.

Το πετρέλαιο κατέγραψε εντυπωσιακή άνοδο 26% στο τρίμηνο, παρά τη μη συμφωνία για μείωση της παραγωγής από τις χώρες του ΟΠΕΚ στη Σύνοδο της Ντόχα. Οι ενδείξεις για μείωση της υπερβάλλουσας προσφοράς, σε συνδυασμό με τα βελτιωμένα macros προς το τέλος του τριμήνου, προκάλεσαν το rally από τις πολύ χαμηλές τιμές του Α' τριμήνου.

Άνοδο κατέγραψε για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο και ο χρυσός, καθώς οι εισροές σε ETFs που επενδύουν στο πολύτιμο μέταλλο εκτοξεύθηκαν σε επίπεδα 2013.

# 02

## ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο για Brexit αυξάνει την πιθανότητα για επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης. Παράλληλα, ενισχύει την πιθανότητα για υιοθέτηση πιο χαλαρής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες.

Η βασική πηγή αβεβαιότητας για την αμερικανική αλλά και για τη διεθνή οικονομία εστιάζεται στο κατά πόσον η πρόσφατη ανάκαμψη στη μεταποίηση των ΗΠΑ αποτελεί προάγγελο μιας ευρύτερης και συντηρήσιμης οικονομικής επιτάχυνσης (όπως η πρόσφατη θετική έκπληξη που καταγράφηκε στην πορεία των υπηρεσιών και η οποία εξήλθε από την ύφεση) ή εάν αποτελεί απλώς μια εντονότερη από το συνηθισμένο θετική αντίδραση στην πρόσφατη διολίσθηση της ισοτιμίας του δολαρίου. Στο στάδιο αυτό είναι πρόωρο να υποστηρίζουμε το σενάριο της επιτάχυνσης, αλλά πλέον οι κίνδυνοι περαιτέρω επιβράδυνσης εμφανίζονται σχετικά μειωμένοι. Από την άλλη, ανησυχητικά σημάδια συνεχίζουν να εκπέμπουν τα κέρδη των επιχειρήσεων και η κλίση της καμπύλης των αμερικανικών επιτοκίων.

Σε κάθε περίπτωση θεωρούμε ότι η υποτίμηση του δολαρίου δραματίζει σημαντικό υποστηρικτικό ρόλο τόσο για τη διεθνή οικονομία όσο και για τις αγορές. Από αυτό συνάγεται όμως ότι όσο αυτή συνεχίζεται τόσο θα αυξάνεται η πιθανότητα μελλοντικής οικονομικής επιτάχυνσης. Κρίσιμος παράγοντας βεβαίως στις σχέσεις αυτές παραμένει η νομισματική πολιτική της Fed, η οποία θα ήταν επιθυμητό να παραμένει χαλαρή. Οι εξελίξεις σε σχέση με την έξοδο του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση αυξάνουν την πιθανότητα προς αυτή την κατεύθυνση, αλλά η ζήτηση για δολάριο ως ασφαλές καταφύγιο προκαλεί ενίσχυση αυτού, εξέλιξη που από μόνη της κρίνεται αρνητική τόσο για την αμερικανική όσο και την παγκόσμια οικονομία, και ιδίως για τις αναδυόμενες αγορές.

Η οικονομία της Ευρωζώνης παραμένει κάτω από την επιρροή της πρόσφατης επιβράδυνσης στις ΗΠΑ, αλλά η περαιτέρω μείωση των επιτοκίων, παράλληλα με τις ακόμα χαμηλές διεθνείς τιμές ενέργειας, είναι πιθανόν να προσφέρει στήριξη στην οικονομία. Ανησυχία προκύπτει από το αποτέλεσμα του βρετανικού δημοψηφίσματος, το οποίο θα μπορούσε να επιφέρει φυγόκεντρες τάσεις στην Ευρωζώνη, τόσο σε πολιτικό επίπεδο (πιέσεις για διενέργεια δημοψηφισμάτων σε άλλες χώρες) όσο και σε οικονομικούς όρους (διεύρυνση των spreads της περιφέρειας έναντι της Γερμανίας). Η αυξημένη αβεβαιότητα, που θα προκύψει από το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος, αυξάνει την πιθανότητα για υιοθέτηση περαιτέρω χαλάρωσης της πολιτικής από την ΕΚΤ καθώς και από άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες, όπως η BoJ και η SNB.

Οι εξελίξεις αυτές επηρεάζουν και το κινεζικό μέτωπο. Η πρόσφατη άνοδος του δολαρίου εντείνει τις πιέσεις στο κινεζικό νόμισμα και πιθανόν να προκαλέσει μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων. Στον βαθμό, όμως, που η επιτοκιακή διαφορά ΗΠΑ - Κίνας δεν αυξάνει, τότε δεν εκδηλώνονται πιέσεις κερδοσκοπίας, οπότε οι όποιες πιέσεις στα συναλλαγματικά διαθέσιμα αναμένονται περιορισμένες.

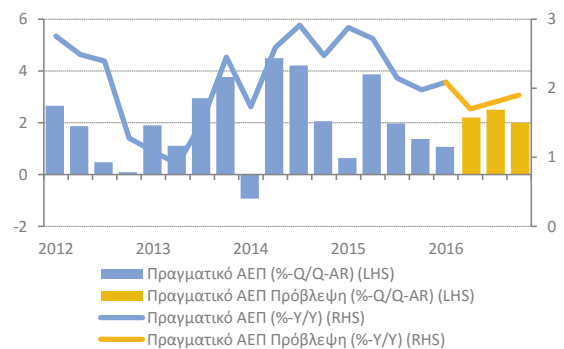
## 2.1 ΗΠΑ

Επιβράδυνση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Α' τριμήνου του 2016 στον τριμηνιαίο - ετησιοποιημένο ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ, στο 1,1% (από το 1,4% του Δ' τριμήνου και το 2,0% του Γ' τριμήνου του 2015), καθώς ανάλογη επιβράδυνση σημειώθηκε στον αντίστοιχο ρυθμό ενίσχυσης της ιδιωτικής κατανάλωσης στο 1,5% (από 2,4% και 3,0% αντίστοιχα). Για το Β' τρίμηνο του 2016 εκτιμούμε ότι ο τριμηνιαίος - ετησιοποιημένος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας επιταχύνθηκε στο 2,2%, καθώς και ο αντίστοιχος ρυθμός ενίσχυσης της ιδιωτικής κατανάλωσης επιταχύνθηκε περίπου στο 3%. Για το σύνολο του 2016, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθεί στο 1,9%.

Το μεσοπρόθεσμο επίπεδο σύγκλισης του ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης που εκτιμούμε (χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο σύνολο πρόδρομων οικονομικών δεικτών καθώς και χρηματοπιστωτικών και νομισματικών στοιχείων) έχει αυξηθεί ελαφρώς. Συγκεκριμένα, με βάση τα στοιχεία του Β' τριμήνου του 2016, ανέρχεται στο 1,9% από το 1,6% που ήταν η εκτίμησή μας με βάση τα στοιχεία του Α' τριμήνου. Συνεπώς, οι παράγοντες/κίνδυνοι που μπορούν να οδηγήσουν είτε σε πτωτική είτε σε ανοδική αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης διαφαίνονται ισορροπημένοι.

Τα στοιχεία που σχετίζονται με την ιδιωτική κατανάλωση και τον τομέα των κατοικιών καταδεικνύουν θετική δυναμική. Παράλληλα,

**ΓΡΑΦΗΜΑ 2**  
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ο τομέας της μεταποίησης βρίσκεται σε φάση ανάκαμψης, επωφελούμενος από τη διολίσθηση της ισοτιμίας του USD που σημειώθηκε την περίοδο Φεβρουαρίου - Απριλίου. Αντιθέτως, οι πρόδρομοι δείκτες του τομέα των υπηρεσιών και των μικρομεσαίων επιχειρήσεων εκπέμπουν ενδείξεις ύφεσης. Επιπλέον, το ποσοστό συμμετοχής των επιχειρηματικών επενδύσεων, που σχετίζονται με τους τομείς της ενέργειας και της εξόρυξης, έχει υποχωρήσει σε πολύ μεγάλο βαθμό, λόγω των χαμηλών διεθνών τιμών ενέργειας.

Κατά τη διάρκεια του Α' πενταμήνου του 2016 ο πληθωρισμός παρέμεινε συγκρατημένος κοντά στο 1%, με εξαίρεση τον Ιανουάριο που ανέκαμψε προσωρινά στο 1,4%. Από τον Ιούλιο και μετά ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της διεθνούς τιμής του πετρελαίου αναμένεται να είναι θετικός, οδηγώντας σε σταδιακή αύξηση του πληθωρισμού (σύμφωνα με τον δείκτη Personal Consumption Expenditure Price), ο οποίος εκτιμούμε ότι στο τέλος του 2016 θα διαμορφωθεί κοντά στο 1,7%.

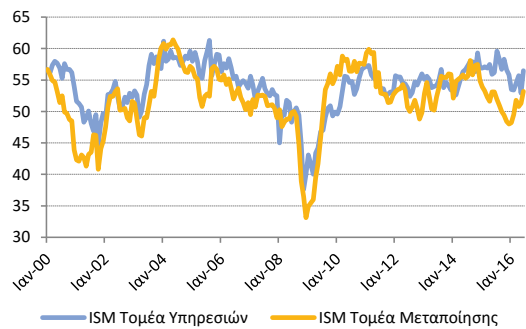
Το μέγεθος της αύξησης της απασχόλησης μειώθηκε αισθητά κατά τη διάρκεια του Β' τριμήνου, λόγω του υπερβολικά χαμηλού μεγέθους του Μαΐου. Το ποσοστό ανεργίας μειώθηκε, λόγω όμως της ταυτόχρονης μείωσης του ποσοστού συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό, αποτελώντας, εν γένει, αρνητική εξέλιξη για την αγορά εργασίας. Ο ρυθμός αύξησης των μισθών διαμορφώνεται σε σχετικά ικανοποιητικό επίπεδο ενώ, αντιθέτως, ο αντίστοιχος ρυθμός της παραγωγικότητας βρίσκεται σε χαμηλό επίπεδο. Μικρή αύξηση του ποσοστού ανεργίας, επιτάχυνση του ρυθμού ενίσχυσης των μισθών και, ταυτόχρονα, σημαντική αύξηση του ποσοστού συμμετοχής εκτιμούμε ότι συνθέτουν το υγιές μείγμα για την εξέλιξη των στοιχείων στην αγορά εργασίας.

Οι εξαγωγές των ΗΠΑ προς το Ηνωμένο Βασίλειο αντιστοιχούν στο 4% του συνόλου των εξαγωγών των ΗΠΑ και οι εξαγωγές προς το σύνολο της Ευρωπαϊκής Ένωσης αντιστοιχούν στο 22%. Συνεπώς, η ενίσχυση της ισοτιμίας του USD, ως αποτέλεσμα της αυξημένης διεθνούς αβεβαιότητας, που προέκυψε από το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο, ενδέχεται να επηρεάσει αρνητικά τη δυναμική της ανάπτυξης των ΗΠΑ, προκαλώντας, παράλληλα, σοβαρή επιδείνωση στον μεταποιητικό τομέα, στις εξαγωγές και στις διεθνείς τιμές ενέργειας και εμπορευμάτων για δεύτερη φορά σε σχετικά σύντομο χρονικό διάστημα.

Επομένως, εκτιμούμε ότι η πιθανότητα η Fed να προχωρήσει εντός του 2016 σε αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου είναι περιορισμένη, διότι η αποτροπή της ενίσχυσης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του USD αποτελεί έναν από τους βασικούς παράγοντες της διαμόρφωσης της νομισματικής πολιτικής της Fed, σύμφωνα με επανειλημμένες δηλώσεις της προέδρου Yellen. Όμως, θεωρούμε υπερ-

### ΓΡΑΦΗΜΑ 3

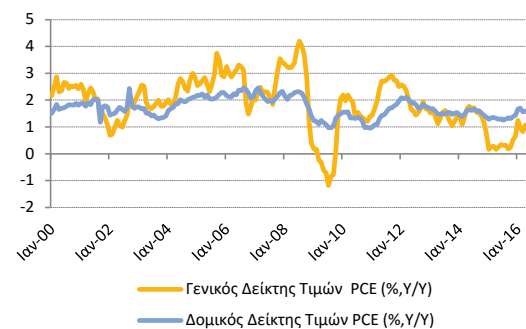
Πρόδρομοι επιχειρηματικοί δείκτες



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

### ΓΡΑΦΗΜΑ 4

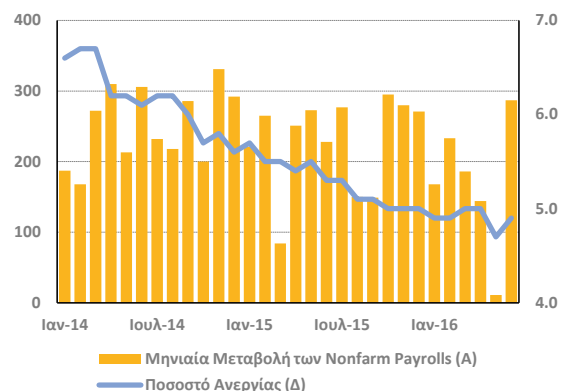
Εξέλιξη πληθωρισμού



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

### ΓΡΑΦΗΜΑ 5

Αγορά εργασίας



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

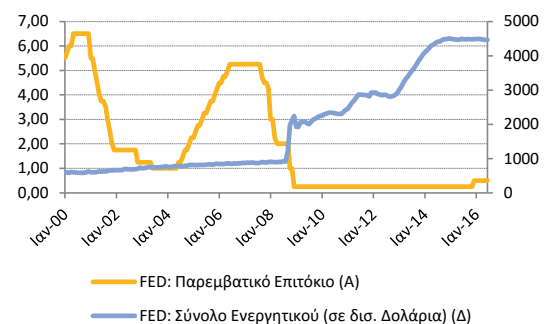


βολική την προσδοκία της αγοράς για καμία αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου εντός του 2017.

Συνοπτικά, τα πρόσφατα στοιχεία εμφανίζονται βελτιωμένα, οπότε το ισοζύγιο μεταξύ αρνητικών και θετικών εκπλήξεων είναι πιθανόν να αρχίσει να εμφανίζεται ευνοϊκότερο. Πρέπει να ληφθεί υπόψη ότι παραμένουμε σε ένα ευρύτερο περιβάλλον ιδιωτικής απομόχλευσης, χαμηλής παραγωγικότητας και μη επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, οπότε οι χαλαρές νομισματικές συνθήκες και ένα σχετικά αδύναμο δολάριο διαδραματίζουν έναν ιδιαίτερα σημαντικό ρόλο στη συντήρηση της ανάπτυξης.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 6

Fed: Παρεμβατικό επιτόκιο & σύνολο ενεργητικού



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΠΙΝΑΚΑΣ 2

ΗΠΑ: Μακροοικονομικές Εκτιμήσεις

	Q/Q-AR-%					Y/Y-%					
	Πραγματικά Στοιχεία					Εκτιμήσεις					
	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2014	2015	2016
Πραγματικό ΑΕΠ	0,6	3,9	2,0	1,4	1,1	2,2	2,5	2,0	2,4	2,4	1,9
Κατανάλωση	1,8	3,6	3,0	2,4	1,5	3,5	2,5	2,5	2,7	3,1	2,5
Επενδύσεις	8,6	5,0	-0,7	-1,0	-1,8	3,0	5,0	3,0	5,5	4,9	1,1
Δημόσιες Δαπάνες	-0,1	2,6	1,8	0,1	1,3	1,0	1,0	1,0	-0,7	0,7	1,1
Εξαγωγές	-6,0	5,1	0,7	-2,0	2,0	2,0	2,0	2,0	3,3	1,1	1,1
Εισαγωγές	7,1	3,0	2,3	-0,7	2,0	4,0	4,0	4,0	3,9	4,9	1,9
Headline PCE PI	0,3	0,3	0,3	0,5	1,0	1,0	1,2	1,6	1,4	0,3	1,2
Core PCE PI	1,3	1,3	1,3	1,4	1,6	1,6	1,6	1,8	1,5	1,3	1,6
Ποσοστό Ανεργίας	5,6	5,4	5,2	5,0	4,9	4,8	4,7	4,7	6,1	5,3	4,8
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0,25	0,25	0,25	0,50	0,50	0,50	0,50	0,50	0,25	0,50	0,50

Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

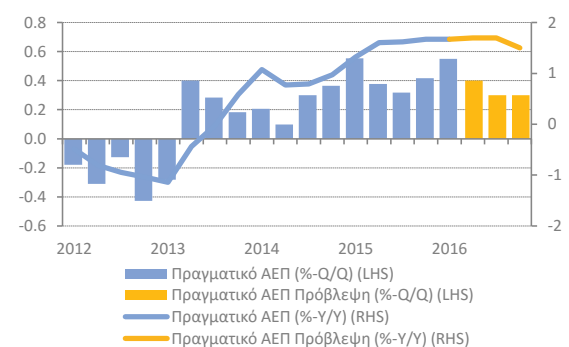
## 2.2 Ευρωζώνη

Επιτάχυνση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Α' τριμήνου του 2016 στον τριμηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης, στο 0,6% (από 0,4% το Δ' τρίμηνο και 0,3% το Γ' τρίμηνο του 2015), στηριζόμενη στη σημαντική συμβολή της εσωτερικής ζήτησης (κατά 0,7 ποσοστιαίες μονάδες), ενώ το εξωτερικό εμπόριο συνέβαλε αρνητικά (κατά 0,1 ποσοστιαίες μονάδες). Για το Β' τρίμηνο του 2016 εκτιμούμε ότι ο τριμηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας επιβραδύνθηκε στο 0,4%, καθώς κρίνουμε πως η συμβολή της εσωτερικής ζήτησης μειώθηκε σε μεγαλύτερο βαθμό από τη βελτίωση που σημειώθηκε στη συμβολή του εξωτερικού εμπορίου. Για το σύνολο του 2016, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθεί στο 1,6%.

Το μεσοπρόθεσμο επίπεδο σύγκλισης του ρυθμού ανάπτυξης που εκτιμούμε (χρησιμοποιώντας ένα μεγάλο σύνολο πρόδρομων οικο-

## ΓΡΑΦΗΜΑ 7

Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

νομικών δεικτών της Ευρωζώνης, των ΗΠΑ και της Κίνας, καθώς και χρηματοπιστωτικών και νομισματικών στοιχείων της Ευρωζώνης και των ΗΠΑ) έχει αυξηθεί ελαφρώς. Συγκεκριμένα, με βάση τα στοιχεία του Β' τριμήνου του 2016 ανέρχεται στο 1,1% από το 0,9% που ήταν η εκτίμησή μας με βάση τα στοιχεία του Α' τριμήνου. Συνεπώς, οι κίνδυνοι που μπορούν να οδηγήσουν σε πτωτική αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης φαίνεται να υπερτερούν έναντι των παραγόντων οι οποίοι μπορούν να οδηγήσουν σε ανοδική αναθεώρησή του.

Από τον Φεβρουάριο η οικονομία βρίσκεται σε οριακά αποπληθωριστικό περιβάλλον, ενώ και ο δομικός πληθωρισμός διαμορφώνεται σε πολύ χαμηλό επίπεδο (υπό του 1%), αντανακλώντας το σχετικά χαμηλό επίπεδο της ζήτησης. Από τον Αύγουστο και μετά, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της διεθνούς τιμής του πετρελαίου αναμένεται να είναι θετικός, οδηγώντας σε σταδιακή αύξηση του πληθωρισμού, ο οποίος εκτιμούμε ότι στο τέλος του 2016 θα διαμορφωθεί κοντά στο 0,7%.

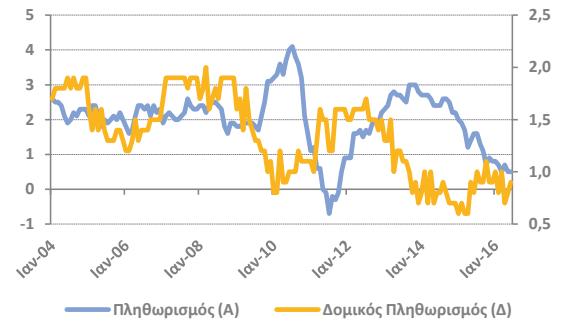
Η σταδιακή μείωση του ποσοστού ανεργίας συνεχίζεται, καθώς ο αριθμός των ανέργων μειώνεται κατά 7% σε ετήσια βάση. Κατά τη διάρκεια του Β' εξαμήνου του 2016 εκτιμούμε ότι είναι αρκετά πιθανόν το ποσοστό ανεργίας να μειωθεί και να εδραιωθεί υπό του 10,0%. Αξίζει, όμως, να σημειωθεί ότι από το Α' τρίμηνο του 2015 και μετά το μοναδιαίο κόστος εργασίας αυξάνεται με ετήσιους ρυθμούς χαμηλότερους του 1%. Συνεπώς, δεν διαφαίνεται ότι μπορεί να προκύψει σημαντική αυξητική δύναμη στον δομικό πληθωρισμό από την πλευρά της καταναλωτικής ζήτησης.

Η αυξημένη αβεβαιότητα που προέκυψε από το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο αυξάνει την πιθανότητα λήψης νέων μέτρων χαλάρωσης από την ΕΚΤ εντός του 2016. Ως πιθανότερη επιλογή εκτιμούμε ότι είναι η επιμήκυνση της περιόδου διεξαγωγής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης έναντι της αύξησης του ποσού αγορών ή της μείωσης του deposit facility rate σε πιο αρνητικό έδαφος ή, ακόμη, της μείωσης της ελάχιστης απαιτούμενης πιστοληπτικής βαθμίδας των τίτλων που μπορούν να αγοραστούν από την ΕΚΤ. Δεν πρέπει βεβαίως να παραβλεφθεί η έντονη διαφωνία της Γερμανίας στην υιοθέτηση της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ. Επιπλέον, εφόσον η ΕΚΤ ήδη αυξάνει το μέγεθος του συνόλου του ενεργητικού της κατά 80 δισ. ευρώ μηνιαίως και έχει θέσει το deposit facility rate σε πρωτόγνωρα αρνητικό έδαφος, εκτιμούμε ότι πλέον απομένει μικρό περιθώριο για περαιτέρω χαλάρωση της πολιτικής της.

Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης που εφαρμόζει η ΕΚΤ και οι χαμηλές διεθνείς τιμές ενέργειας στηρίζουν τη μεγέθυνση της εσωτερικής ζήτησης, ιδίως εάν ανακάμψει αρκετά η τραπεζική χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα. Επιπλέον, το πολύ χαμηλό κόστος εξυπη-

## ΓΡΑΦΗΜΑ 8

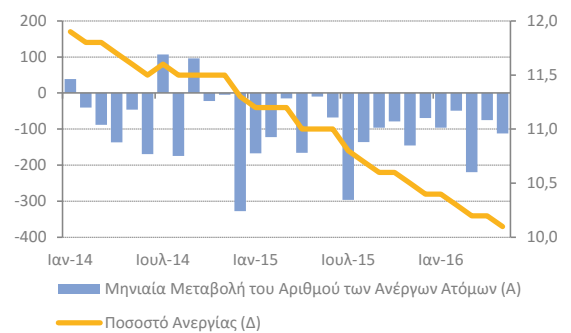
Εξέλιξη πληθωρισμού



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 9

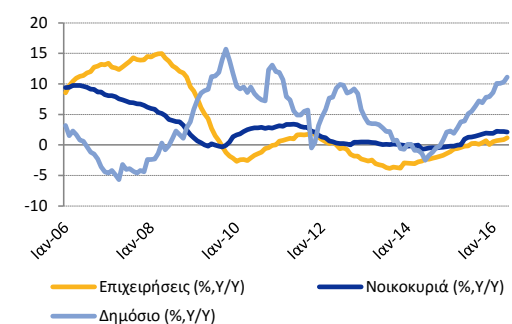
Αγορά εργασίας



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 10

Τραπεζική Χρηματοδότηση



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ρέτησης του δημοσίου χρέους (ως αποτέλεσμα της εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ) ευνοεί την υιοθέτηση πιο χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής. Ενδεχομένως, όμως, να αποτελεί, ταυτόχρονα, αιτία - άλλοθι στην καθυστέρηση υιοθέτησης των απαραίτητων διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της αναγκαίας δημοσιονομικής προσαρμογής, υπονομεύοντας τη μακροπρόθεσμη δυναμική και παραγωγικότητα της οικονομίας της Ευρωζώνης.

Οι εξαγωγές της Ευρωζώνης προς το Ηνωμένο Βασίλειο αντιστοιχούν στο 13% του συνόλου των εξαγωγών της Ευρωζώνης και στο 3% του συνόλου του ΑΕΠ της Ευρωζώνης. Συνεπώς, η ενδεχόμενη διολίσθηση της στερλίνας έναντι του ευρώ εκτιμούμε ότι μπορεί να αφαιρέσει σωρευτικά περίπου 0,6 ποσοστιαίες μονάδες από την ανάπτυξη του συνόλου του ΑΕΠ την περίοδο 2016 - 2018. Ο μεγάλος κίνδυνος, όμως, που ελλοχεύει για την οικονομία της Ευρωζώνης και ευρύτερα ολόκληρης της Ευρωπαϊκής Ένωσης είναι η αυξημένη αβεβαιότητα που θα προκύψει από το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος και τις διαπραγματεύσεις Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Ένωσης για τη σύναψη νέας σχέσης.

Σε κάποιες χώρες έχει ήδη εκφραστεί έντονα από κάποιους πολιτικούς φορείς (που ενδεχομένως θα πρωταγωνιστήσουν στις εκλογές) η πρόθεση για διεξαγωγή ανάλογου δημοψηφίσματος ή για υιοθέτηση χαλαρότερης ειδικής σχέσης με την Ευρωπαϊκή Ένωση, αυξάνοντας την αβεβαιότητα σχετικά με το αν θα επικρατήσουν ενοποιητικές ή φυγόκεντρες τάσεις στην Ένωση. Παρά την εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, η διεύρυνση της διαφοράς (spread) στο κόστος εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους μεταξύ της περιφέρειας και του πυρήνα της Ευρωζώνης είναι πιθανή στην περίπτωση κατά την οποία αρχίσουν να επικρατούν φυγόκεντρες τάσεις.

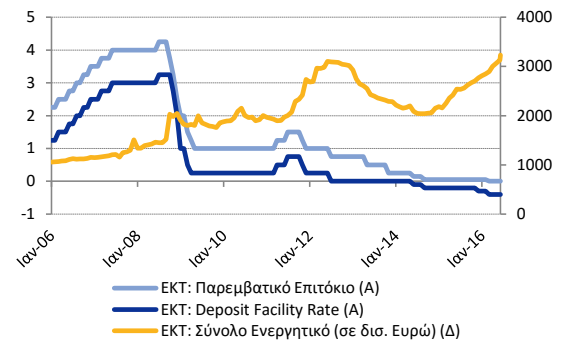
### ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Ευρωζώνη: Μακροοικονομικές Εκτιμήσεις

	Q/Q-%								Y/Y-%			
	Πραγματικά Στοιχεία					Εκτιμήσεις				2014	2015	2016
	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4				
Πραγματικό ΑΕΠ	0,6	0,4	0,3	0,4	0,6	0,4	0,3	0,3	0,9	1,6	1,6	
Κατανάλωση	0,4	0,3	0,5	0,3	0,6	0,4	0,4	0,3	0,9	1,7	1,7	
Επενδύσεις	1,5	0,1	0,5	1,4	0,8	0,8	0,8	0,5	1,3	2,7	2,9	
Δημόσιες Δαπάνες	0,5	0,3	0,3	0,5	0,4	0,3	0,3	0,3	0,9	1,3	1,3	
Εξαγωγές	1,5	1,6	0,4	0,7	0,4	0,9	0,5	0,5	4,1	5,1	2,9	
Εισαγωγές	2,9	0,9	1,3	1,4	0,7	0,9	0,7	0,5	4,9	6,6	3,9	
Πληθωρισμός	-0,3	0,2	0,1	0,1	0,0	-0,1	0,3	0,6	0,4	0,0	0,2	
Ποσοστό Ανεργίας	11,2	11,0	10,7	10,5	10,3	10,2	10,0	9,8	11,5	10,9	10,1	
ΕΚΤ - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0,05	0,05	0,05	0,05	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,05	0,00	

### ΓΡΑΦΗΜΑ 11

ΕΚΤ: Παρεμβατικά επιτόκια & σύνολο ενεργητικού



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση





### 2.3 Ηνωμένο Βασίλειο

Επιβράδυνση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Α' τριμήνου του 2016 στον τριμηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης, στο 0,3% (από 0,7% το Δ' τρίμηνο του 2015), στηριζόμενη στη θετική συμβολή της εσωτερικής ζήτησης, ενώ το εξωτερικό εμπόριο συνέβαλε αρνητικά για τρίτο διαδοχικό τρίμηνο. Για το Β' τρίμηνο του 2016 εκτιμάται ότι ο τριμηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας επιβραδύνθηκε στο 0,3%, καθώς εκτιμάται ότι η εσωτερική ζήτηση ενισχύθηκε με μικρότερο ρυθμό.

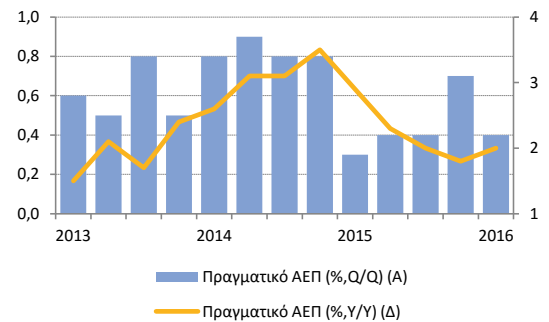
Το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος της 23ης Ιουνίου για έξοδο από την Ευρωπαϊκή Ένωση αποτελεί, αναμφίβολα, τον βασικό παράγοντα για τις εξελίξεις στην οικονομία. Για το σύνολο του 2016, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται πλέον ότι θα διαμορφωθεί ελαφρώς υψηλότερα του 1%, ενώ προ του δημοψηφίσματος κινούνταν ελαφρώς χαμηλότερα του 2%. Η επίπτωση εκτιμάται ότι θα είναι μεγαλύτερη κατά τη διάρκεια του 2017, καθώς ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται πλέον ότι θα διαμορφωθεί κοντά στο 0,5%, ενώ προ του δημοψηφίσματος κινούνταν ελαφρώς υψηλότερα του 2%. Η εσωτερική ζήτηση και ιδίως οι επενδύσεις εκτιμάται ότι θα συρρικνωθούν ή θα ενισχυθούν με πολύ χαμηλό ρυθμό ενώ, αντιθέτως, θετική θα είναι η συμβολή του εξωτερικού εμπορίου, λόγω της αναμενόμενης διολίσθησης της ισοτιμίας της στερλίνας, καθώς το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών διαμορφώνεται υψηλότερα του 5% ως ποσοστού του ΑΕΠ.

Ο πληθωρισμός διαμορφώνεται κατά τη διάρκεια του 2016 υπό του 0,5%, αποκλίνοντας σε σημαντικό βαθμό από τον στόχο του 2%, ενώ και ο δομικός πληθωρισμός διαμορφώνεται υπό του 1,5%. Η αυξημένη αβεβαιότητα που αναμένεται να επακολουθήσει είναι πιθανόν να οδηγήσει την Κεντρική Τράπεζα της Αγγλίας σε χαλάρωση της πολιτικής της με μείωση του παρεμβατικού επιτοκίου της κοντά στο 0% και ενδεχομένως στην εφαρμογή ενός νέου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, μέσω της αύξησης του μεγέθους του ενεργητικού της. Ταυτόχρονα, είναι πιθανή η λήψη άλλων μέτρων τα οποία θα στοχεύουν στην τόνωση των επιχειρηματικών επενδύσεων και, κατ' επέκταση, της ανάπτυξης της οικονομίας, όπως η μείωση του φορολογικού συντελεστή της εταιρικής κερδοφορίας.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις του οίκου S&P, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης για την περίοδο 2016 - 2019 αναθεωρείται πτωτικά στο 1,1% (από 2,1% που ήταν προ του δημοψηφίσματος). Σημαντικός παράγοντας, όμως, θα είναι το είδος της νέας συμφωνίας στο εμπορικό σκέλος που θα συναφθεί μεταξύ Ηνωμένου Βασιλείου και Ευρωπαϊκής Ένωσης, καθώς το 45% του συνόλου των εξαγωγών του Ηνωμένου Βασιλείου κατευθύνεται προς την Ευρωπαϊκή Ένωση. Το πιο ευάλωτο σημείο της οικονομίας του Ηνωμένου Βασι-

### ΓΡΑΦΗΜΑ 12

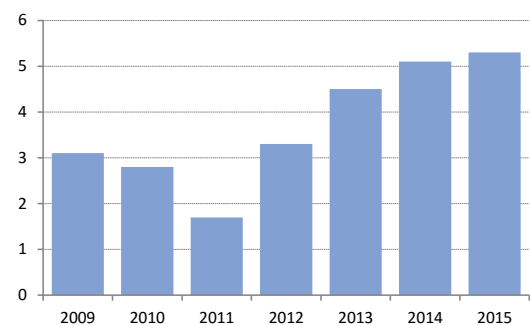
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

### ΓΡΑΦΗΜΑ 13

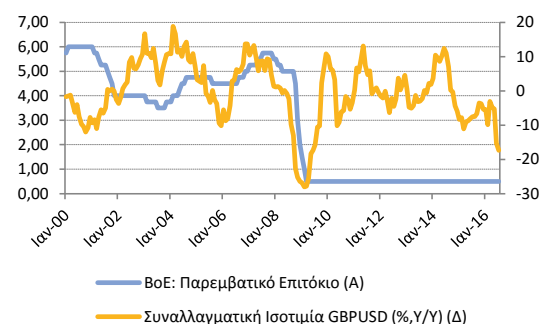
Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως % του ΑΕΠ)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

### ΓΡΑΦΗΜΑ 14

Παρεμβατικό επιτόκιο & συναλλαγματική ισοτιμία (EURGDP)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση



λείου εστιάζεται στις μεγάλες εξωτερικές χρηματοδοτικές ανάγκες οι οποίες, ως ποσοστό του αθροίσματος των εσόδων του Ισοζυγίου Τρεχουσών Συναλλαγών και των συναλλαγματικών διαθεσίμων, διαμορφώνονται κοντά στο 800%, αποτελώντας το υψηλότερο επίπεδο από τις 131 χώρες που αξιολογεί ο οίκος S&P. Ενδεικτικά, αξίζει να αναφερθεί ότι στη Γαλλία και στις ΗΠΑ διαμορφώνονται κοντά στο 320% και στη Γερμανία κοντά στο 210%.

## 2.4 Ιαπωνία

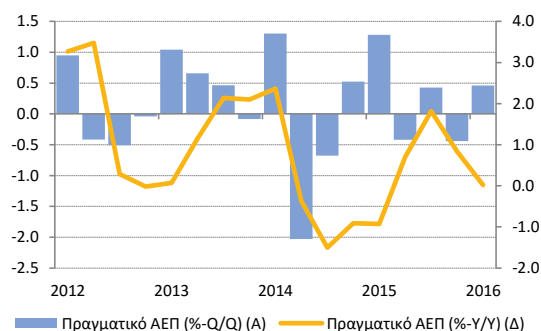
Ο τριμηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης της Ιαπωνίας για το Α' τρίμηνο του 2016 ανήλθε στο 0,5% (Δ' 3μηνο 2015: -0,4%). Αναλυτικότερα, θετικά κινήθηκαν η ιδιωτική κατανάλωση και το εξωτερικό εμπόριο, ενώ αρνητικά κινήθηκαν οι ιδιωτικές και δημόσιες επενδύσεις. Οι συγκλίνουσες εκτιμήσεις των αναλυτών του Bloomberg προεξοφλούν πως το 2016 ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 0,5% (προηγ. εκτίμηση στις αρχές του έτους: 1,1%), ενώ το 2017 εκτιμούν πως θα διαμορφωθεί στο 0,8% (προηγ. εκτίμηση στις αρχές του έτους: 0,7%). Ωστόσο, μετά την απόφαση του βρετανικού δημοψηφίσματος για έξοδο της Αγγλίας από την Ευρωπαϊκή Ένωση, η ενίσχυση του γιεν έναντι του δολαρίου (κατά 14% από την αρχή του έτους) μπορεί να επηρεάσει αρνητικά τις εξαγωγές και, κατά συνέπεια, το ΑΕΠ της Ιαπωνίας.

Πριν από τη διεξαγωγή του βρετανικού δημοψηφίσματος είχε ολοκληρωθεί η συλλογή δεδομένων για την εκτίμηση του πρόδρομου δείκτη Tankan για το Β' τρίμηνο του έτους. Σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας, η τιμή του δείκτη για τις μεγάλες επιχειρήσεις της μεταποίησης παρέμεινε σταθερή στη χαμηλότερη τιμή από το Β' τρίμηνο του 2013. Επίσης, ο δείκτης Tankan για τις μεγάλες επιχειρήσεις εκτός της μεταποίησης υποχώρησε στις 19 μονάδες (Α' 3μηνο 2016: 22 μον.). Η ενδυνάμωση του γιεν έχει επηρεάσει αρνητικά όλους τους κλάδους και έχει προκαλέσει μείωση εσόδων από τον τουρισμό.

Στις δυο τελευταίες συνεδριάσεις του Απριλίου και του Ιουνίου, η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας (Ττι) δεν προχώρησε σε περαιτέρω χαλάρωση στη νομισματική της πολιτική. Συγκεκριμένα, διατήρησε αμετάβλητα στο -0,1% τα αρνητικά επιτόκια και επέμεινε στη δέσμευσή της για αγορά κρατικών ομολόγων και άλλων τίτλων υψηλότερου κινδύνου, ύψους 80 τρισ. γιεν ετησίως. Επιπλέον, υποβάθμισε την πρόβλεψή της για το ΑΕΠ του δημοσιονομικού έτους 2016 σε 1,2% από 1,5%, και μετέφερε την επίτευξη του στόχου του 2% για τον πληθωρισμό ένα εξάμηνο αργότερα, μέχρι τον Μάρτιο του 2018. Στην τελευταία συνεδρίασή της, η Ττι παραδέχθηκε πως οι πληθωριστικές προσδοκίες έχουν αποδυναμωθεί και δήλωσε ότι θα προχωρήσει στη λήψη επιπλέον μέτρων στην περίπτωση που

## ΓΡΑΦΗΜΑ 15

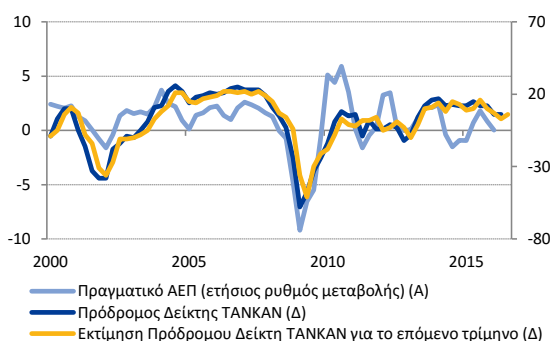
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 16

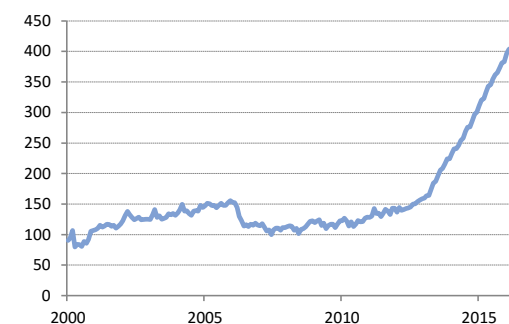
Πρόδρομος δείκτης Tankan



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 17

Ττι: Σύνολο ενεργητικού (σε τρισ. γιεν)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

κινδυνεύσει ο στόχος του πληθωρισμού. Σημειώνεται ότι ο πληθωρισμός της χώρας συνεχίζει να υποχωρεί. Ο γενικός πληθωρισμός και ο βασικός δομικός πληθωρισμός (εξ. νωπών τροφίμων) μειώθηκαν τον Μάιο στο -0,4% από -0,3% τον Απρίλιο, και ο δομικός πληθωρισμός (εξ. τροφίμων και ενέργειας) υποχώρησε στο 0,6% (Απρ. 2016: 0,7%). Ο αδύναμος ρυθμός ανάπτυξης, ο χαμηλός πληθωρισμός και η επικράτηση του Brexit αυξάνουν την πιθανότητα να προχωρήσει η ΤτΙ σε μέτρα περαιτέρω νομισματικής χαλάρωσης.

Ο πρωθυπουργός της Ιαπωνίας, Σίνζο Άμπε, ανακοίνωσε την αναβολή της προγραμματισμένης αύξησης του φόρου κατανάλωσης για περίπου δύομισι χρόνια, από τον Απρίλιο του 2017 στον Οκτώβριο του 2019. Η κίνηση αυτή έγινε προκειμένου να προστατευτεί η εγχώρια ζήτηση, αλλά δεν παύει να αποτελεί οπισθοχώρηση στον άξονα της δημοσιονομικής ευελιξίας της οικονομικής πολιτικής των “Abenomics”. Όσον αφορά τον άξονα των διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, η μεγαλύτερη πρόκληση είναι η αναμόρφωση της αγοράς εργασίας με το σύνθημα «Ίση αμοιβή για ίδια εργασία». Συγκεκριμένα, τους τελευταίους 12 μήνες (μέχρι τον Μάιο του 2016) έχουν εισέλθει στην αγορά εργασίας 460.000 εργαζόμενοι, αλλά μεγάλο ποσοστό αυτών είναι έκτακτο προσωπικό ή προσωπικό μερικής απασχόλησης που υπαμείβεται σε σχέση με το μόνιμο προσωπικό. Το φθινόπωρο αναμένονται toλμηρά μέτρα προς αυτή την κατεύθυνση.

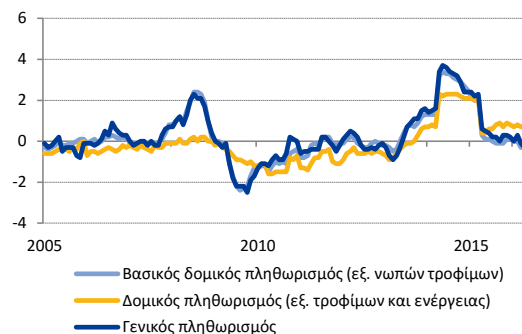
## 2.5 Κίνα

Στο επίπεδο που γενικά αναμενόταν και εντός του στόχου της κυβέρνησης φαίνεται πως κινείται κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους η οικονομική δραστηριότητα στην Κίνα. Ειδικότερα, το Α' τρίμηνο του 2016 ο ρυθμός ανόδου του πραγματικού ΑΕΠ διαμορφώθηκε στο 6,7% (Δ' 3μηνο 2015: 6,8%). Ο ρυθμός αυτός, παρ' ότι ο χαμηλότερος από το Α' τρίμηνο του 2009, καθιστά εφικτή την επίτευξη του στόχου «μεταξύ του 6,5%-7%» συνολικά για το 2016. Τα νεότερα στοιχεία στηρίζουν αυτή την πρόβλεψη καθώς, σύμφωνα με τη μηνιαία εκτίμηση του Bloomberg, ο ρυθμός ανάπτυξης υπολογίζεται στο 6,9% τόσο τον Απρίλιο όσο και τον Μάιο. Συνολικά για το 2016 και το 2017 η κινεζική οικονομία αναμένεται να αναπτυχθεί, σύμφωνα με τις προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου αλλά και σύμφωνα με τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις στο Bloomberg, με ρυθμό 6,5% και 6,2% αντίστοιχα.

Από τα επιμέρους στοιχεία, οι λιανικές πωλήσεις το 2μηνο Απριλίου-Μαΐου αυξήθηκαν κατά περίπου 10,1% σε ετήσια βάση (Α' 3μηνο 2016: 10,5%) και η βιομηχανική παραγωγή κατά 6% (Α' 3μηνο 2016: 5,8%). Καθοριστικό ρόλο στην εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής είχε ο τομέας της μεταποίησης που παρουσίασε άνοδο 7,1% (Α' 3μηνο 2016: 6,5%). Ο ρυθμός αυτός δεν αναμένεται

## ΓΡΑΦΗΜΑ 18

Εξέλιξη πληθωρισμού



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

να διαφοροποιηθεί σημαντικά το προσεχές διάστημα, καθώς ο σχετικός πρόδρομος δείκτης Caixin PMI κατά το Β' τρίμηνο διαμορφώθηκε στο 49,1 έναντι 48,7 το Α' τρίμηνο. Αντιθέτως, επιβράδυνση καταγράφουν τους τελευταίους δύο μήνες οι συνολικές πάγιες επενδύσεις (εξαιρουμένων αυτών από νοικοκυριά που δραστηριοποιούνται στον αγροτικό τομέα), καθώς το Α' τρίμηνο του 2016 είχαν αυξηθεί σε ετήσια βάση κατά 10,7%, ενώ με την προσθήκη των επενδύσεων κατά τον Απρίλιο και τον Μάιο ο ρυθμός αύξησης υποχώρησε στο 9,6% (κυρίως λόγω της απότομης επιβράδυνσης των ιδιωτικών επενδύσεων σε πάγια).

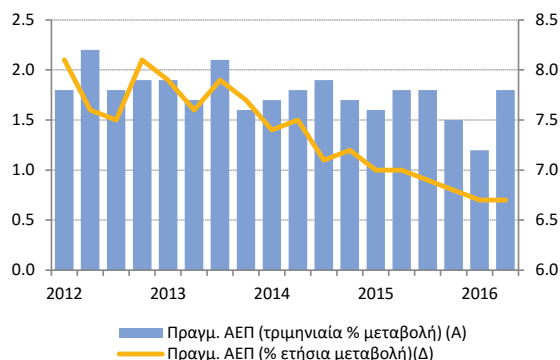
Παράλληλα, το ίδιο διάστημα, αρνητική ένδειξη για το διεθνές εμπόριο αλλά και για τη συμβολή του εξωτερικού τομέα της οικονομίας στο κινεζικό ΑΕΠ συνέχισε να αποτελεί η μείωση, αν και επιβραδυνόμενη, των εξαγωγών σε δολάρια (-3%, Α' 3μηνο 2016: -8,5%) και των εισαγωγών (-5,6%, Α' 3μηνο 2016: -13,5%). Ως αποτέλεσμα, το μέσο μηνιαίο εμπορικό πλεόνασμα διευρύνθηκε στα \$47,8 δισ. (Α' 3μηνο 2016: \$41,8 δισ.). Ως εκ τούτου, τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας τους επόμενους μήνες αναμένεται να εμφανίσουν τάση σταθεροποίησης, καταγράφοντας μικρές αυξομειώσεις σε μηνιαία βάση. Την εξέλιξη αυτή ενδεχομένως σηματοδοτεί η μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων κατά μόλις \$7,4 δισ. το Β' τρίμηνο, έναντι \$117,8 δισ. το Α' τρίμηνο. Επισημαίνεται ότι η μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας λειτουργεί για τον υπόλοιπο κόσμο, εμμέσως, ως ένα πρόγραμμα ποσοτικής «σύσφιξης».

Διαφαίνεται, λοιπόν, ότι, καθώς δεν είναι εύκολη η μετάβαση προς το νέο αναπτυξιακό πρότυπο (ενίσχυση της εγχώριας κατανάλωσης σε βάρος των εξαγωγών και των επενδύσεων), θα είναι επιθυμητή βραχυπρόθεσμα η ελεγχόμενη ελαφρά διολίσθηση του γουάν, ώστε να μην πληγούν σημαντικά οι εξαγωγές και να επιτευχθεί ο στόχος του ρυθμού ανάπτυξης. Προς αυτή την κατεύθυνση διευκολύνει και η σημειούμενη διολίσθηση του γουάν έναντι του δολαρίου, λόγω του αποτελέσματος του βρετανικού δημοψηφίσματος, ενώ και η αρχική ενίσχυση του γουάν έναντι του ευρώ στο μεγαλύτερο μέρος της αποδείχθηκε πρόσκαιρη. Σημειώνεται ότι οι εξαγωγές της Κίνας προς το Ηνωμένο Βασίλειο και την Ευρωπαϊκή Ένωση ανέρχονται περίπου στο 3% και 16% του συνόλου αντίστοιχα.

Μία ένδειξη ως προς τη δυνατότητα περαιτέρω διολίσθησης του γουάν παρέχει η εξέλιξη, τον Μάιο, του λόγου της προσφοράς χρήματος (βάσει των ορισμών M1 και M2) ως προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα που διαμορφώθηκε στις 2,02 φορές και 6,96 φορές αντίστοιχα, έχοντας στην περίπτωση του M2 ενισχυθεί κατά 51 ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2015. Παράλληλα, ο λόγος της συνολικής χρηματοδότησης της κινεζικής οικονομίας ως προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα (με βάση τον

## ΓΡΑΦΗΜΑ 19

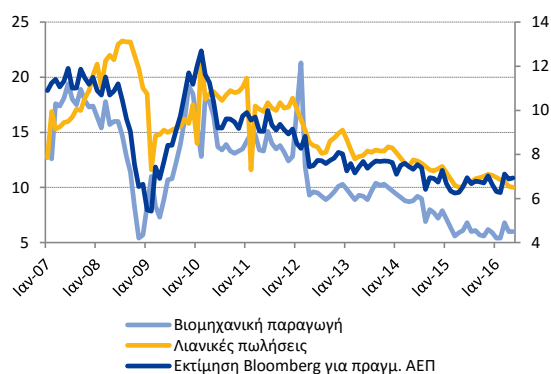
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 20

Βιομηχανική παραγωγή, λιανικές πωλήσεις & εκτίμηση για ΑΕΠ (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

Ιανουάριο του 2003) διαμορφώθηκε τον Μάιο στις 3,22 φορές, έχοντας ενισχυθεί κατά 33 ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2015.

Από την άλλη πλευρά, η Κίνα αποτελεί μία από τις ελάχιστες μεγάλες οικονομίες που δεν αντιμετωπίζουν πρόβλημα ιδιαίτερα χαμηλού πληθωρισμού. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία, ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε τον Μάιο στο 2% σε ετήσια βάση (Απρ. 2016: 2,3%), ή στο 1,6% (Απρ. 2016: 1,5%) αφαιρουμένων των τροφίμων και της ενέργειας.

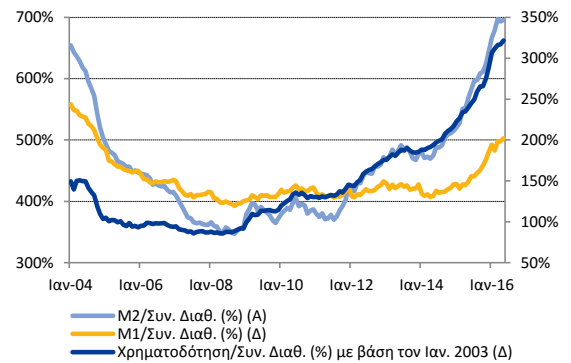
Συμπερασματικά, αν και μεσοπρόθεσμα διαφαίνεται εφικτή η επίτευξη ρυθμού ανάπτυξης περί το 6,5% ετησίως (μέσω της πολιτικής ελαφράς διολίσθησης του γουάν για τη στήριξη των εξαγωγών), μακροπρόθεσμα ο κρίσιμος παράγοντας για την αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας είναι η επιτυχής αντιμετώπιση των υφιστάμενων διαρθρωτικών προβλημάτων. Μεταξύ αυτών συγκαταλέγονται: ο υψηλός εταιρικός δανεισμός (που σύμφωνα με το ΔΝΤ ανέρχεται περίπου στο 145% του ΑΕΠ), η ανάγκη σημαντικής αναδιάρθρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος, η εξισορρόπηση ενός υψηλού ρυθμού ανάπτυξης με την υιοθέτηση φιλικών προς το περιβάλλον πρακτικών και η ομαλή μετάβαση προς το νέο υπόδειγμα ανάπτυξης. Διαφορετικά, καθίσταται πιθανότερη μια απότομη επιβράδυνση του αναπτυξιακού ρυθμού, με σημαντική διολίσθηση του νομίματος και απώλεια συναλλαγματικών διαθεσίμων, αυξάνοντας, συνεπώς, την αβεβαιότητα και δρώντας αποσταθεροποιητικά για τις συναλλαγματικές ισοτιμίες, τις τιμές των εμπορευμάτων και τις διεθνείς αγορές χρήματος και κεφαλαίου, ιδίως των αναπτυσσόμενων χωρών. Αναφορικά με τις συνέπειες του βρετανικού δημοψηφίσματος στην κινεζική οικονομία, πέραν της ισοτιμίας, εκτιμάται ότι αυτές θα είναι περιορισμένες και θα προέλθουν περισσότερο από την αυξημένη αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές.

## 2.6 Ινδία

Η ταχύρρυθμη ανάπτυξη της Ινδίας συνεχίστηκε και κατά το Α' τρίμηνο του 2016, πετυχαίνοντας έναν από τους υψηλότερους ρυθμούς παγκοσμίως. Το πραγματικό ΑΕΠ της αυξήθηκε σε σχέση με το Α' τρίμηνο του 2016 κατά 7,9%, ξεπερνώντας τον αντίστοιχο ρυθμό τόσο του Δ' τριμήνου του 2015 (7,2%) όσο και του 2015 ως σύνολο (7,3%). Οι τομείς των χρηματοοικονομικών υπηρεσιών/διαχείρισης ακινήτων και η μεταποίηση κατέγραψαν την υψηλότερη άνοδο (10,3% και 9,3% αντίστοιχα), ενώ στον αντίποδα βρέθηκαν ο ευρύτερος αγροτικός τομέας (1,3%) και οι κατασκευές (3,9%).

Για το Β' τρίμηνο του 2016 αναμένεται, σύμφωνα με την πρόβλεψη του Bloomberg, ελαφρά επιβράδυνσή του στο 7,5%. Σε αυτό το επίπεδο αναμένεται να διαμορφωθεί και ο ρυθμός ανάπτυξης συ-

**ΓΡΑΦΗΜΑ 21**  
Νομισματικά μεγέθη



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

νολικά για το 2016, με βάση τόσο τις προβλέψεις του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου όσο και τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις του Bloomberg. Για το 2017 οι εκτιμήσεις τους διαμορφώνονται στο 7,5% και 7,7% αντίστοιχα. Κινητήριος δύναμη της ανάπτυξης εκτιμάται πως θα παραμείνει η ιδιωτική κατανάλωση, ευνοημένη από την αύξηση του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος (κυρίως από τις σχετικά χαμηλές τιμές της ενέργειας).

Ο πληθωρισμός, παρ' ότι τον Μάιο κινήθηκε ανοδικά, φθάνοντας στο 5,8% (Απρ. 2016: 5,5%), παραμένει υπό έλεγχο, καθώς διατηρείται χαμηλότερα του 6% που είναι ο στόχος για φέτος. Σημειώνεται ότι στις 5 Απριλίου η Κεντρική Τράπεζα της χώρας προχώρησε σε μείωση του βασικού επιτοκίου της κατά 25 μ.β. (στο 6,5%).

Παράλληλα, τον Μάιο συνεχίστηκε η βελτίωση του εμπορικού ισοζυγίου της χώρας, προερχόμενη, όμως, από τη μεγαλύτερη από τις εξαγωγές ποσοστιαία μείωση των εισαγωγών. Συγκεκριμένα, οι εισαγωγές περιορίστηκαν κατά 13,2% σε ετήσια βάση έναντι μείωσης των εξαγωγών κατά 0,8% (Απρ. 2016: -23,1% και -6,7% αντίστοιχα).

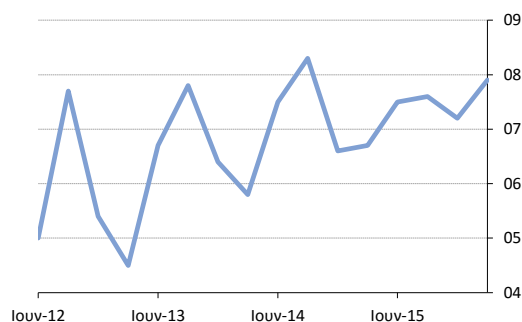
Λιγότερο ενθαρρυντική, όμως, είναι η εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής που, μετά την άνοδο κατά 0,3% σε ετήσια βάση που κατέγραψε τον Μάρτιο, υποχώρησε τον Απρίλιο κατά 0,8%. Επιπλέον, ο πρόδρομος δείκτης NikkeiPMI στη μεταποίηση παραμένει πολύ κοντά στο όριο του 50, που διαχωρίζει την ανάπτυξη από τη συρρίκνωση (Μάιος 2016: 50,7, Απρ. 2016: 50,5). Αποθαρρυντική, επίσης, έδειξε συνιστά και η εξέλιξη των πωλήσεων αυτοκινήτων, καθώς από το τελευταίο εξάμηνο μόλις τον έναν μήνα παρουσίασαν αύξηση. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία που αφορούν τον Μάιο, οι πωλήσεις αυτοκινήτων μειώθηκαν κατά 2,2% σε μηνιαία βάση (Απρ. 2016/Μάρτ. 2016: -7,5%). Πτωτική εικόνα εμφάνισαν τον Απρίλιο και οι ξένες άμεσες επενδύσεις μειούμενες σε μηνιαία βάση κατά 17,3% (Μάρτ. 2016: 9,1%). Σημειώνεται, ωστόσο, ότι η εξέλιξή τους σε μηνιαία βάση παρουσιάζει σημαντική μεταβλητότητα.

## 2.7 Βραζιλία

Το ΑΕΠ της Βραζιλίας, για το Α' τρίμηνο του 2016, συνέχισε να κινείται με αρνητικό ρυθμό τόσο σε ετήσια όσο και σε τριμηνιαία βάση. Συγκεκριμένα, ο τριμηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης για το πρώτο τρίμηνο του 2016 άγγιξε το -0,3% (Δ' 3μηνο 2015: -1,3%). Αναλυτικότερα, υποχώρηση σημειώθηκε στην ιδιωτική κατανάλωση και στις επενδύσεις, ενώ το εξωτερικό εμπόριο ενισχύθηκε, δεδομένων της αύξησης των εξαγωγών και της μείωσης των εισαγωγών. Σημειώνεται πως η αυξανόμενη ανεργία (Φεβ. 2016: 8,2%, Δεκ. 2015: 6,9%, Φεβ. 2015: 5,8%) αναμένεται πως θα επιβαρύνει την ιδιωτική κατανάλωση. Σε ετήσια βάση, το ΑΕΠ μειώθηκε κατά

### ΓΡΑΦΗΜΑ 22

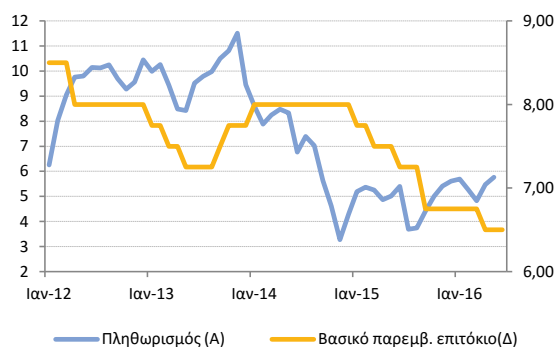
Πραγματικό ΑΕΠ (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

### ΓΡΑΦΗΜΑ 23

Πληθωρισμός & παρεμβατικό επιτόκιο



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση



5,4% σε σχέση με το Α' τρίμηνο του 2015 (Δ' 3μηνο 2015: -5,9%). Οι συγκλίνουσες εκτιμήσεις των αναλυτών του Bloomberg προεξοφλούν πως το 2016 ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο -3,5% (προηγ. εκτίμηση στις αρχές του έτους: -2,5%) ενώ το 2017 εκτιμούν πως θα διαμορφωθεί στο 1,0% (προηγ. εκτίμηση στις αρχές του έτους: 1,1%).

Ο υψηλός πληθωρισμός τον Ιούνιο επιβραδύνθηκε ελαφρώς στο 8,8% (Μάιος 2016: 9,3%), ενώ ο στόχος είναι να αγγίξει το 4,5% στις αρχές του 2018. Επομένως, κρίνεται πολύ σημαντικό η Κεντρική Τράπεζα της Βραζιλίας να διατηρήσει το βασικό παρεμβατικό επιτόκιο (SELIC) σταθερό στο 14,25% κατά τη διάρκεια του 2016, αφού η μείωση του κόστους δανεισμού σε ρεάλ Βραζιλίας θα ασκούσε ανοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό, ενώ η αύξηση του SELIC θα μπορούσε να βαθύνει περαιτέρω την ύφεση.

Η βιομηχανική παραγωγή της Βραζιλίας παρέμεινε αμετάβλητη τον Μάιο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα (Απρ. 2016: 0,2%), ενώ σε ετήσια βάση υποχώρησε κατά -7,8% (Απρ. 2016: -6,9%), παραμένοντας σε αρνητικό έδαφος για 27 συνεχόμενους μήνες. Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των λιανικών πωλήσεων συνέχισε τον Μάιο να βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος, για 14ο μήνα, αγγίζοντας το -9% (Απρ. 2016: -6,9%). Ο πρόδρομος δείκτης PMI ανήλθε τον Ιούνιο στις 42,3 μονάδες (Μάιος 2016: 38,3 μον.), συμπληρώνοντας 16 μήνες κατά τους οποίους κινείται σε επίπεδο χαμηλότερο του 50, υποδηλώνοντας συρρίκνωση.

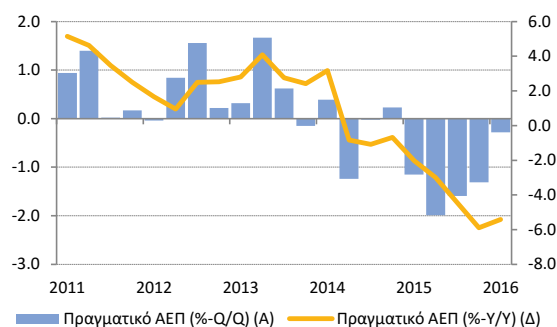
Το βραζιλιάνικο ρεάλ, μετά τη μεγάλη υποτίμηση κατά 33% που υπέστη έναντι του δολαρίου το 2015, ενισχύεται κατά περίπου 25% από την αρχή του 2016. Αξίζει να σημειωθεί πως, αν η FED οδηγήσει το δολάριο σε χαμηλότερα επίπεδα και αν ταυτόχρονα οι τιμές των εμπορευμάτων αυξηθούν, τότε η οικονομία της Βραζιλίας θα δεχθεί θετική ώθηση.

## 2.8 Ρωσία

Το 2016 αναμένεται να είναι ακόμη μία χρονιά ύφεσης για την οικονομία της Ρωσίας, εντούτοις με μικρότερη ένταση από τη μείωση του προηγούμενου έτους. Η οικονομική δραστηριότητα εκτιμάται αρνητική καθώς το πραγματικό ΑΕΠ για το 2016 εκτιμάται να συρρικνωθεί κατά 1,5% ετησίως. Η πτώση αυτή, ωστόσο, είναι συγκριτικά ηπιότερη σε σχέση με την ύφεση του 3,7% το προηγούμενο έτος. Βασικοί παράγοντες που αναμένεται να επηρεάσουν τη ρωσική οικονομική δραστηριότητα και το τρέχον έτος είναι οι μειωμένες τιμές του πετρελαίου, το αποδυναμωμένο εισόδημα των νοικοκυριών και η δημοσιονομική προσαρμογή. Για το 2017, η σταθεροποίηση της τιμής του πετρελαίου και η χαλάρωση των εγχώριων χρηματοοικονομικών συνθηκών αναμένεται να επιστρέ-

## ΓΡΑΦΗΜΑ 24

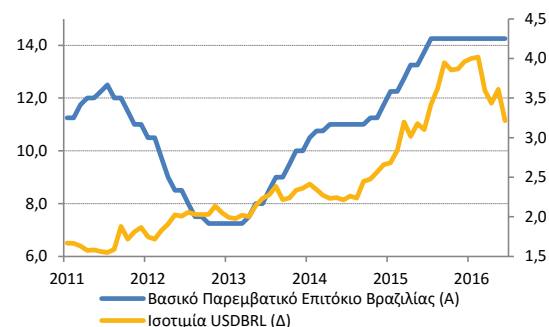
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 25

Παρεμβατικό επιτόκιο & συναλλαγματική ισοτιμία (USDBRL)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ψουν το πραγματικό ΑΕΠ σε θετικούς ρυθμούς.

Τα πρώτα σημάδια βελτίωσης για την οικονομία διαφαίνονται με την ανάκαμψη του πραγματικού ΑΕΠ το Α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους, σημειώνοντας τη μικρότερη επιβράδυνση των τελευταίων πέντε τριμήνων. Συγκεκριμένα, η συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας (είχε προκληθεί εξαιτίας της μείωσης της τιμής του πετρελαίου) ανήλθε στο 1,2% το Α' τρίμηνο από -3,8% το Δ' τρίμηνο το 2015 και -2,8% το Α' τρίμηνο πέρυσι.

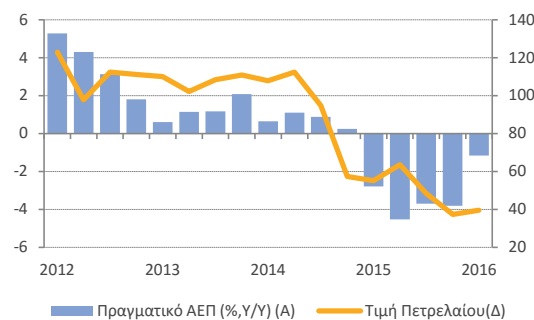
Η τρέχουσα αβεβαιότητα που διέπει τις διεθνείς αγορές σε συνείχηση του δημοψηφίσματος υπέρ της εξόδου του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση μπορεί να αποφέρει μεσοπρόθεσμα θετικά αποτελέσματα στη Ρωσία. Η επικείμενη έξοδος μπορεί να βελτιώσει τις διμερείς σχέσεις μεταξύ των δύο χωρών. Εντούτοις, αυτή τη στιγμή είναι δύσκολο να ποσοτικοποιήσουμε τα πιθανά αποτελέσματα του βρετανικού δημοψηφίσματος. Αξίζει, όμως, να σημειώσουμε ότι στα μέσα Ιουνίου, η Ευρωπαϊκή Ένωση προχώρησε σε ανανέωση των κυρώσεων προς τη Ρωσία, οι οποίες βρίσκονται σε ισχύ από τον Μάρτιο του 2014. Σε κάθε περίπτωση, οι κυρώσεις αυτές δεν πλήττουν μόνο τη ρωσική κυβέρνηση αλλά και το εγχώριο και το ευρωπαϊκό εμπόριο, τις τοπικές τράπεζες καθώς και μεγάλες επιχειρήσεις της χώρας.

Οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν περιοριστεί σημαντικά, εξαιτίας της αποδυναμωμένης οικονομικής δραστηριότητας, της αυστηρής νομισματικής πολιτικής και της περιοριστικής πολιτικής στα εισοδήματα. Τον Μάιο, ο Γενικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή αυξήθηκε κατά 6,9% ετησίως από 15,8% τον αντίστοιχο μήνα, σημειώνοντας ιστορικό χαμηλό από τον Μάρτιο του 2014. Ως αποτέλεσμα της επιβράδυνσης του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες, η Κεντρική Τράπεζα αποφάσισε, στη συνεδρίαση της νομισματικής πολιτικής τον Ιούνιο, να μειώσει το παρεμβατικό επιτόκιο κατά 50 μ.β. στο 10,5%, ξεκινώντας έτσι την αναμενόμενη χαλάρωση της μέχρι τώρα στάσιμης νομισματικής πολιτικής. Ο πληθωρισμός αναμένεται να ανέλθει στο 6,5% το 2016 και να επιβραδυνθεί περαιτέρω, κινούμενος προς τον στόχο της Νομισματικής Πολιτικής της Κεντρικής Τράπεζας το 2017.

Ο δημοσιονομικός τομέας έχει σταθεροποιηθεί, σε συνέχεια της προσαρμογής που ακολουθεί η κυβέρνηση από τον Ιανουάριο, ενώ για το Α' τρίμηνο του έτους το δημοσιονομικό έλλειμμα περιορίστηκε στο 2,7% του ΑΕΠ από 2,9% το 2015. Ενδεικτικά, η κυβέρνηση έχει ορίσει την υποθετική τιμή του πετρελαίου για το 2016 στα USD 50/βαρέλι και το 2017 στα USD 40/βαρέλι. Αντίστοιχα, ο εξωτερικός τομέας παραμένει σταθερός, καθώς το πλεόνασμα ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών το Α' τρίμηνο ανέρχεται στο 4,1% του ΑΕΠ από 5,3% το 2015.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 26

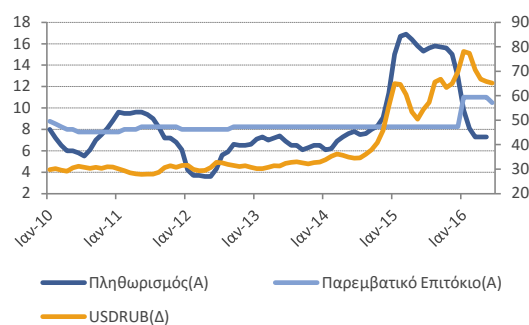
### Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 27

### Πληθωρισμός & παρεμβατικό επιτόκιο



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## 2.9 Ελλάδα

Σε συνέχεια των αποφάσεων του Eurogroup της 24ης Μαΐου και την υιοθέτηση όλων των προαπαιτούμενων δράσεων καταρτίστηκε στις 9 Ιουνίου το Compliance Report για την πρώτη αξιολόγηση του Προγράμματος, ενώ στις 16 Ιουνίου υπογράφηκε το Συμπληρωματικό Μνημόνιο (Supplemental MoU). Συνακόλουθα, με την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης του 3ου Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής, ο ESM στις 17 Ιουνίου ενέκρινε τη δεύτερη δόση ύψους €10,3 δισ. Η πρώτη υποδότηση ύψους €7,5 δισεκ. εκταμιεύτηκε στις 21 Ιουνίου (περίοδος αποπληρωμής: 2034-2059), εκ των οποίων €5,7 δισ. θα διατεθούν για την εξυπηρέτηση των χρηματοδοτικών αναγκών και €1,8 δισ. για την εκκαθάριση ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων της ελληνικής κυβέρνησης με σκοπό τη στήριξη της οικονομίας. Το υπόλοιπο ποσό της δόσης ύψους €2,8 δισ. (μέρος του οποίου επίσης θα κατευθυνθεί για αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών) αναμένεται να εκταμιευθεί τον Σεπτέμβριο, σύμφωνα με την πορεία εκκαθάρισης των ληξιπρόθεσμων οφειλών και την επίτευξη συγκεκριμένων οροσήμων που σχετίζονται με τις ιδιωτικοποιήσεις (συμπεριλαμβανομένου του νέου Ταμείου Επενδύσεων και Ιδιωτικοποιήσεων), την τραπεζική διακυβέρνηση, την Υψηλή Εσοδών και τον τομέα της ενέργειας. Συνολικά από το ESM έχουν εκταμιευθεί κεφάλαια ύψους €28,9 δισ.

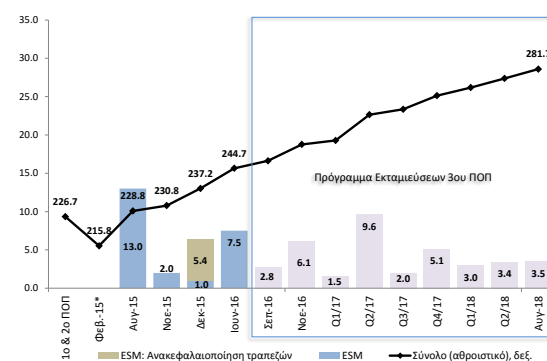
Σε συνέχεια των αποφάσεων αυτών, στις 22 Ιουνίου 2016, η EKT αποφάσισε να επαναφέρει την παρέκκλιση (waiver) από τις ελάχιστες απαιτήσεις πιστοληπτικής διαβάθμισης για τα εμπορεύσιμα χρεόγραφα που εκδίδει ή εγγυάται η Ελληνική Δημοκρατία, υπό την επιφύλαξη ειδικών περικοπών αποτίμησης. Συνεπώς, τα χρεόγραφα αυτά γίνονται και πάλι δεκτά ως εγγυήσεις για την παροχή ρευστότητας μέσω του Ευρωσυστήματος.

Στις 6 Ιουλίου 2016, το ανώτατο όριο παροχής έκτακτης ενίσχυσης σε ρευστότητα (ELA) προς τις ελληνικές τράπεζες διαμορφώθηκε στο ποσόν των €58,6 δισ. (30/6: 61,1 δισ.) Η μείωση του ανώτατου ορίου κατά €2,5 δισ. αντανάκλα τη βελτίωση της ρευστότητας των ελληνικών τραπεζών, στο πλαίσιο της υποχώρησης της αβεβαιότητας και της σταθεροποίησης των ροών καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα.

Η ελληνική αγορά κρατικών ομολόγων προσπάθησε να ισοροπήσει ανάμεσα σε δύο αντίρροπες δυνάμεις. Η αναμενόμενη επιτυχής ολοκλήρωση της αξιολόγησης του 3ου Προγράμματος Οικονομικής Πολιτικής, όπως και η προσμονή για επαναφορά του waiver των ελληνικών ομολόγων από την EKT, δημιούργησαν ένα θετικό περιβάλλον, οριοθετώντας τη λήξη μιας περιόδου πολιτικής αβεβαιότητας και περιορισμένης ρευστότητας και οδηγώντας τον Δείκτη Κρατικών Ομολόγων στα ιστορικά υψηλά επίπεδα των 401,34 μονάδων

**ΓΡΑΦΗΜΑ 28**

Εκταμιεύσεις 3ου Προγράμματος Οικονομικής Πολιτικής



\* Στις 27/02/ 2015 το ΤΧΣ επέστρεψε €10,9 δισεκ. EFSF notes στον EFSF που αφορούσαν την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών

Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή | Οικονομική Ανάλυση



στα τέλη Μαΐου. Η αυξημένη μεταβλητότητα, ωστόσο, και διάθεση αποφυγής ρίσκου από πλευράς επενδυτών πριν και κυρίως μετά το βρετανικό δημοψήφισμα για παραμονή ή όχι στην Ευρωπαϊκή Ένωση άσκησε αρνητικές πιέσεις και στην ελληνική αγορά ομολόγων. Αποτέλεσμα των βίαιων κινήσεων στις διεθνείς αγορές ήταν οι αρνητικές επιδόσεις του -4,7%, που σημειώθηκαν στις 13/6 και 14/6. Παρομοίως, το μη αναμενόμενο αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος συνοδεύτηκε με σημαντικές απώλειες στην ελληνική αγορά ομολόγων, με τον Δείκτη να καταγράφει πτώση της τάξεως του 5,09% την Παρασκευή 24 Ιουνίου. Εν κατακλείδι, το ισοζύγιο αυτών των δύο αντίρροπων δυνάμεων οδήγησε τον Δείκτη Κρατικών Ομολόγων σε πτώση 5,38% τον Ιούνιο, παραμένοντας, ωστόσο, ενισχυμένος κατά 4,7% από τις αρχές του έτους.

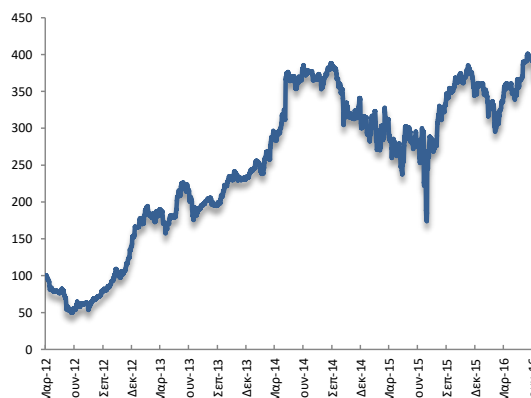
Στο πλαίσιο της βιωσιμότητας του ελληνικού δημοσίου χρέους, στο Eurogroup της 24ης Μαΐου συμφωνήθηκε η αξιολόγηση της βιωσιμότητάς του με σημείο αναφοράς τις ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες (GFN). Σύμφωνα με το βασικό σενάριο, το GFN θα πρέπει να παραμείνει κάτω από το 15% του ΑΕΠ για τα επόμενα 20 έτη και κάτω από το 20% του ΑΕΠ στη συνέχεια ενώ, παράλληλα, τέθηκαν γενικές κατευθυντήριες γραμμές για πιθανά επιπλέον μέτρα αναφορικά με το χρέος. Τέλος, επιβεβαιώθηκε ο μεσοπρόθεσμος στόχος πρωτογενούς πλεονάσματος 3,5% του ΑΕΠ από το 2018 και υπογραμμίστηκε η σημασία της δημοσιονομικής πορείας σύμφωνα με τις δημοσιονομικές δεσμεύσεις στο πλαίσιο της Ευρωπαϊκής Ένωσης.

Η επιτυχής ολοκλήρωση, ωστόσο, της πρώτης αξιολόγησης συνοδεύεται από την ανάληψη μιας σειράς μέτρων περιοριστικής δημοσιονομικής πολιτικής ύψους 3% του ΑΕΠ έως το 2019, εκ των οποίων τα € 3,8 δισ. θα πρέπει να εφαρμοστούν κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους, περιορίζοντας περαιτέρω το διαθέσιμο εισόδημα. Στο πλαίσιο αυτό θα πρέπει να δοθεί έμφαση στην έγκαιρη αποπληρωμή των ληξιπρόθεσμων οφειλών του Δημοσίου, με στόχο την αύξηση της ρευστότητας, ώστε να αποτελέσει βασικό αντισταθμιστικό παράγοντα στην αρνητική επίπτωση των μέτρων. Ταυτόχρονα, η προώθηση ιδιωτικοποιήσεων, όπως η υπογραφή της σύμβασης για το Ελληνικό, τον ΟΛΠ, και τα περιφερειακά αεροδρόμια, αναμένεται να συμβάλουν θετικά στο επενδυτικό κλίμα.

Σημειώνεται, άλλωστε, ότι με βάση τη δεύτερη εκτίμηση της ΕΛΣΤΑΤ (30.5.2016) το Α' τρίμηνο του 2015 το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά -0,5% σε τριμηνιαία βάση, ενώ σε ετήσια βάση μειώθηκε κατά -1,4%, παρουσιάζοντας πτώση για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο. Η μείωση του ΑΕΠ συνδέεται με την αρνητική συμβολή της εγχώριας ζήτησης, όταν, αντιθέτως, θετική ήταν η συμβολή του εξωτερικού εμπορίου. Ειδικότερα, η τελική κατανάλωση περιορί-

## ΓΡΑΦΗΜΑ 29

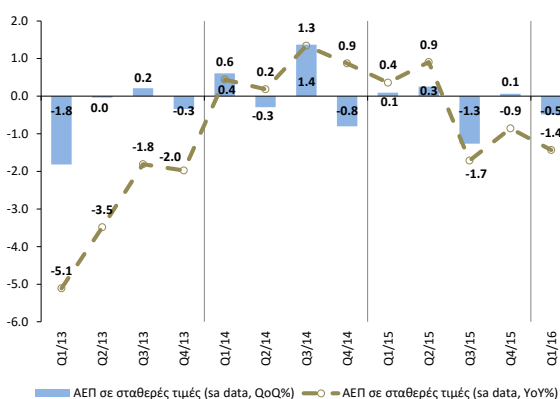
Δείκτης Κρατικών Ομολόγων Τράπεζας Πειραιώς



Πηγή: Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

## ΓΡΑΦΗΜΑ 30

Πραγματικό ΑΕΠ (% ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ | Οικονομική Ανάλυση

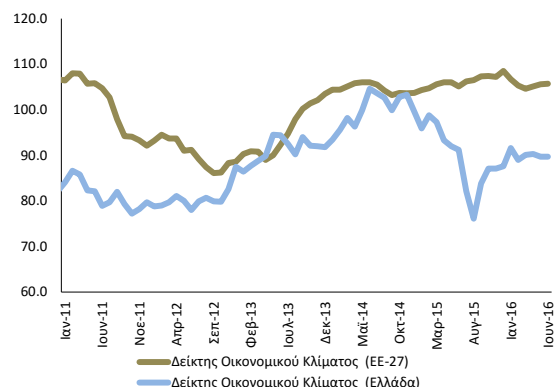
στηκε κατά -1,3% YoY και ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου κατά -2,7% YoY. Αντιθέτως, στον εξωτερικό τομέα, μετά την επιβολή των κεφαλαιακών ελέγχων το 2015, καταγράφεται για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο μεγαλύτερη μείωση των εισαγωγών (Q1/16: -12,8% YoY) έναντι αντίστοιχης μείωσης των εξαγωγών (Q1/16: -11,7% YoY), με αποτέλεσμα το εμπορικό έλλειμμα να περιοριστεί στα -€1,2 δισ. από -€1,6 δισ. το Α' τρίμηνο του 2015. Τέλος, το ονομαστικό ΑΕΠ μειώθηκε κατά -0,4% σε τριμηνιαία βάση και κατά -1,5% σε ετήσια.

Τον Ιούνιο, σύμφωνα με τη σχετική έρευνα της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και βάσει των εποχικά εξομαλυμένων στοιχείων, ο Δείκτης Οικονομικού Κλίματος παρέμεινε αμετάβλητος στα επίπεδα του Μαΐου (89,7 μονάδες). Η βελτίωση στον Δείκτη Επιχειρηματικών Προσδοκιών στη Βιομηχανία και στον Δείκτη Εμπιστοσύνης Καταναλωτών αντιστάθμισε την πτώση στους δείκτες προσδοκιών σε υπηρεσίες, κατασκευές και λιανικό εμπόριο.

Τέλος, το Α' τρίμηνο του 2016 το ποσοστό ανεργίας, σύμφωνα με τα μη εποχικά εξομαλυμένα στοιχεία, διαμορφώθηκε στο 24,9% έναντι 26,6% το Α' τρίμηνο του 2015 (Q4/15: 24,4%). Σε ετήσια βάση, οι απασχολούμενοι αυξήθηκαν κατά 101,9 χιλ. άτομα (2,9% YoY) και οι άνεργοι μειώθηκαν κατά 77,4 χιλ. άτομα (-6,1% YoY).

### ΓΡΑΦΗΜΑ 31

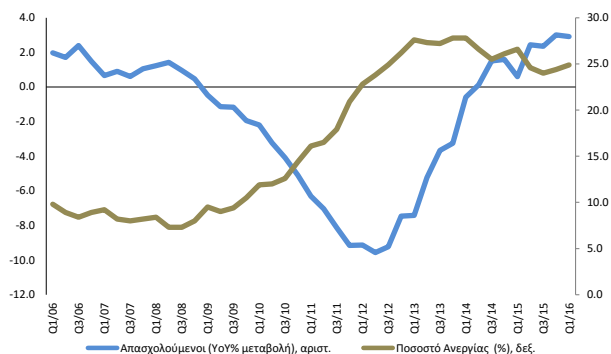
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή-DG ECFIN | Οικονομική Ανάλυση

### ΓΡΑΦΗΜΑ 32

Απασχόληση & Ποσοστό Ανεργίας



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ | Οικονομική Ανάλυση

# 03

## ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Το επενδυτικό περιβάλλον παραμένει ευάλωτο σε πτωτικά ρίσκα και οι αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές γι' αυτό διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές και προτιμούμε την έκθεση σε εταιρικά ομόλογα.

Η παγκόσμια οικονομία διανύει την όγδοη χρονιά ασθενούς ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού, παρά τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια και την άπλετη ρευστότητα που έχουν διοχετεύσει οι κεντρικές τράπεζες στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα. Σαν να μην έφθανε αυτό, η κερδοφορία των επιχειρήσεων μειώνεται, γεγονός που ιστορικά προαναγγέλλει ύφεση. Η απουσία αναπτυξιακών προοπτικών οδηγεί σε έξαρση του λαϊκισμού, του προστατευτισμού και του εθνικισμού, με αποκορύφωμα την πρόσφατη απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να αποχωρήσει από την Ευρωπαϊκή Ένωση, οι οικονομικές και κυρίως πολιτικές συνέπειες της οποίας δεν μπορούν ακόμη να διαγνωστούν.

Στο περιβάλλον αυτό, κύριο μέλημά μας είναι η προστασία του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Για αυτό διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στις επενδύσεις ρίσκου και προτιμούμε την έκθεση σε εταιρικά ομόλογα υψηλής διαβάθμισης και τη διακράτηση αυξημένης ρευστότητας.

Η ανάκαμψη των δεικτών μεταποίησης στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη το Β' τρίμηνο του έτους περιορίζουν τις ανησυχίες για επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης από τα τρέχοντα χαμηλά επίπεδα. Άλλοι δείκτες, ωστόσο, στέλνουν προειδοποιητικά μηνύματα για τη μεσοπρόθεσμη πορεία των οικονομιών. Ο ρυθμός αύξησης των απασχολούμενων στις ΗΠΑ παρουσιάζει σημάδια συρρίκνωσης, ενώ η διαφορά των αποδόσεων 10ετών και 2ετών επιτοκίων στις ΗΠΑ διαμορφώνεται στο χαμηλότερο επίπεδο από το 2007.

### ΓΡΑΦΗΜΑ 33

Διαφορά αποδόσεων δεκαετίας—διετίας ΗΠΑ



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

Στην Ευρωζώνη, η πιστωτική επέκταση παραμένει υποτονική, παρά την επέκταση του προγράμματος αγοράς ομολόγων από την ΕΚΤ, ενώ ακόμη δεν έχουν διαφανεί οι άμεσες και έμμεσες επιπτώσεις από το Brexit στην οικονομία, στο τραπεζικό σύστημα και στην εμπιστοσύνη των επιχειρήσεων.

Η απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να εγκαταλείψει την Ευρωπαϊκή Ένωση ήταν η αφορμή για να αναδείξει εκ νέου το πρόβλημα των μη εξυπηρετούμενων δανείων στις ευρωπαϊκές τράπεζες. Ο ιταλικός τραπεζικός κλάδος, ο οποίος έχει τεθεί αντιμέτωπος με €260 δισ. μη εξυπηρετούμενων δανείων, βρίσκεται στο επίκεντρο των πιέσεων. Το πρόβλημα ακόμη δεν έχει διαχυθεί στο κόστος δανεισμού της Ιταλίας, λόγω των παρεμβάσεων της ΕΚΤ, αν δεν ληφθούν, ωστόσο, άμεσα πρωτοβουλίες για την απελευθέρωση των τραπεζών από τα τοξικά δάνεια, τότε πολύ σύντομα η κρίση μπορεί να αυξήσει το κόστος δανεισμού, ενόψει και των κρίσιμων εκλογικών αναμετρήσεων στην Ιταλία και στην Ευρώπη ευρύτερα.

Από τις έμμεσες επιπτώσεις του Brexit περισσότερο μας προβληματίζει η διάχυση μέσω της επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. Ήδη, παρά τα μέτρα νομισματικής χαλάρωσης, παρατηρούμε σύσφιξη των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και πτώση της επιχειρηματικής εμπιστοσύνης. Με \$12,9 τρισ. ομόλογα (29% του συνόλου) να διαπραγματεύονται με αρνητικά επιτόκια και \$24,6 τρισ. αξίες συνολικά στα χέρια των κεντρικών τραπεζών, τα εργαλεία που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι αξιωματούχοι λιγοστεύουν. Για το επόμενο διάστημα περιμένουμε περαιτέρω επέκταση της νομισματικής πολιτικής από την ΕΚΤ και την ΒοJ, και ηπιότερη νομισματική ρητορική από τη Fed.

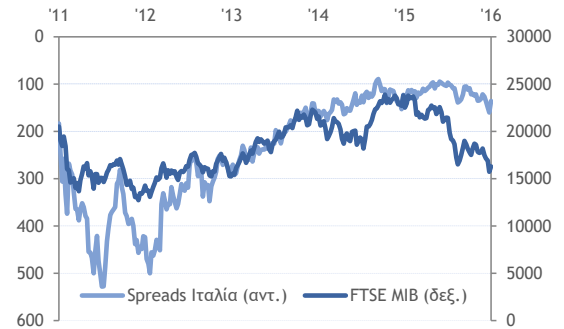
Εκτός από τη ρευστότητα των κεντρικών τραπεζών, που προσφέρει στήριξη στις υψηλές αποτιμήσεις των επενδύσεων, οι επαναγορές μετοχών κινούνται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα, ενώ έχουν υλοποιηθεί συνολικά \$1,4 τρισ. συγχωνεύσεις και εξαγορές από την αρχή του έτους και, παρ' ό,τι ο ρυθμός των M&As υπολείπεται σε σχέση με την αντίστοιχη περυσινή περίοδο κατά 20%, τρέχει με τον υψηλότερο ρυθμό των τελευταίων 8 ετών.

Στο σκέλος των επιχειρήσεων, η κερδοφορία του S&P500 βρίσκεται σε ύφεση από το Γ' τρίμηνο του 2015, καταγράφοντας πτώση σε ετήσια βάση της τάξεως του 3%, γεγονός που ιστορικά έχει προηγηθεί περιόδων οικονομικής ύφεσης. Για το σύνολο του έτους οι εκτιμήσεις υποβαθμίστηκαν περαιτέρω στη διάρκεια του Β' τριμήνου από το +3% στο +1%, παρά τη σταθεροποίηση των εκτιμήσεων για την ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας.

Πώς αποτιμούν οι μετοχές τις χαμηλότερες εκτιμήσεις για τα κέρδη; Μάλλον με αισιοδοξία, καθώς οι αποτιμήσεις των περισσότε-

### ΓΡΑΦΗΜΑ 34

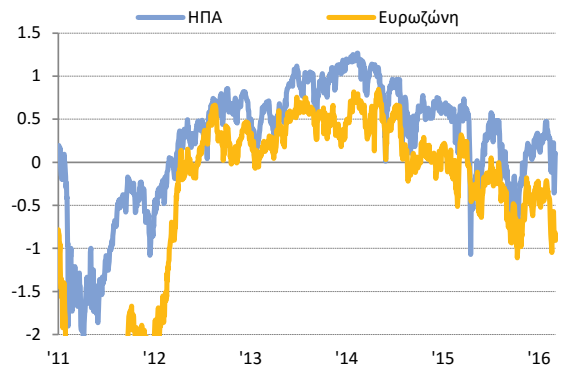
Spreads Ιταλικών ομολόγων και δείκτης FTSE MIB



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 35

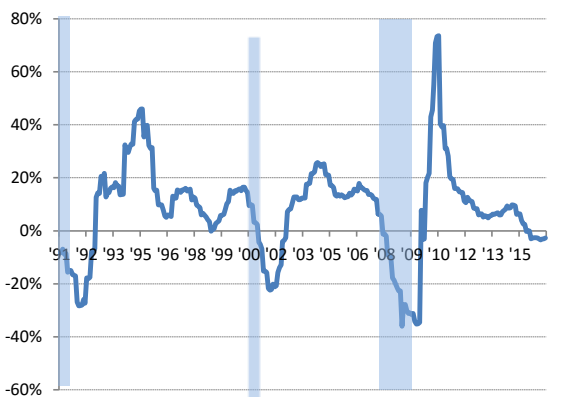
Χρηματοπιστωτικές Συνθήκες



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 36

EPS προηγούμενων 12 μηνών S&P500 (μτβ % ε/ε)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική



ρων μετοχικών αγορών εξακολουθούν να διαπραγματεύονται υψηλότερα των ιστορικών μέσων όρων, προεξοφλώντας γρήγορα ανάκαμψη της κερδοφορίας. Δεν συμμεριζόμαστε αυτή την αισιοδοξία, θεωρώντας πιο πιθανό οι τιμές να προσεγγίσουν χαμηλότερα επίπεδα, παρά τα κέρδη να αναθεωρηθούν υψηλότερα. Η αποτίμηση του S&P500 διαμορφώνεται στο 19,4 (LTMPE), όσο και ο ιστορικός μέσος όρος σε περιόδους ανάκαμψης του Δείκτη ISM μεταποίησης, ενώ λαμβάνοντας υπόψη τα ιστορικά κέρδη και τον πληθωρισμό οι αποτιμήσεις του S&P500 (δείκτης CAPE) διαπραγματεύονται μια τυπική απόκλιση υψηλότερα του ιστορικού μέσου όρου.

Στο πλαίσιο αυτό, η διαφοροποίηση της κερδοφορίας των εταιρειών του S&P500 σε όρους καθαρής κερδοφορίας από τα κέρδη ανά μετοχή διευρύνεται, υποδεικνύοντας ότι οι επιχειρήσεις διατηρούν τεχνητά τα επίπεδα κερδοφορίας τους.

Συμπερασματικά, το επενδυτικό περιβάλλον παραμένει ευάλωτο σε πτωτικά ρίσκα και οι αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές, γι' αυτό διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές και προτιμούμε την έκθεση σε εταιρικά ομόλογα.

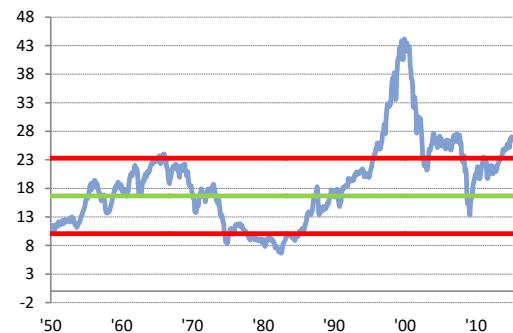
Στις επιμέρους μετοχικές αγορές υποβαθμίζουμε τη θέση μας στις μετοχές Ευρωζώνης σε υποεπενδεδυμένη, καθώς το ρίσκο μετά το Brexit έχει αυξηθεί τόσο σε οικονομικό όσο και σε πολιτικό επίπεδο, ενώ η κερδοφορία των επιχειρήσεων υποχωρεί παρά την υποτίμηση του ευρώ και την ισχυρή εσωτερική ζήτηση. Αναβαθμίζουμε τη θέση μας στις αναδυόμενες αγορές σε υπερεπενδεδυμένη, καθώς εμφανίζονται προστατευμένες από τους κινδύνους του Brexit σε σχέση με τις αναπτυσσόμενες οικονομίες, ευνοούνται από τα χαμηλά επιτόκια και την αναβολή της αύξησης των επιτοκίων από τη Fed, και συνδυάζουν χαμηλές αποτιμήσεις και βελτίωση της δυναμικής της κερδοφορίας τους.

Στις μετοχές ΗΠΑ και Ιαπωνίας διατηρούμε ουδέτερη θέση, λόγω της πιο σταθερής οικονομικής ανάπτυξης και του μεγαλύτερου βάθους της αγοράς, στην πρώτη περίπτωση, και λόγω της βελτίωσης των εταιρικών δεικτών αποδοτικότητας, στη δεύτερη.

Στις ομολογιακές επενδύσεις μειώνουμε την έκθεση στα ομόλογα της ευρωπαϊκής περιφέρειας, καθώς οι αποτιμήσεις τους δεν αντικατοπτρίζουν το αυξημένο risk premium που απαιτούμε από τις επενδυτικές αξίες της Ευρωζώνης. Διατηρούμε την προτίμηση στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης καθώς, παρά την αύξηση της μόχλευσης που εμφανίζουν οι εταιρείες, οι αποτιμήσεις τους είναι ικανοποιητικές σε σχέση με τους ιστορικούς μέσους όρους και τις υπόλοιπες επενδύσεις ρίσκου. Διατηρούμε, επίσης, την ουδέτερη θέση στα ομόλογα αναδυομένων αγορών για να εκ-

### ΓΡΑΦΗΜΑ 37

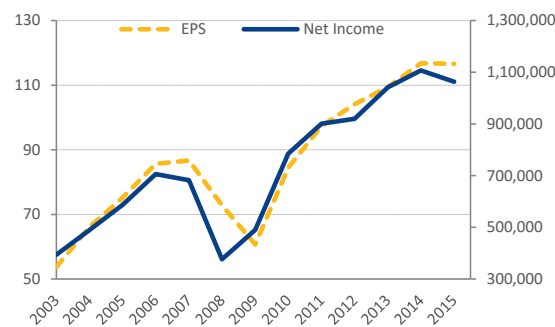
Case Shiller PE για τον S&P500



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 38

S&P500 Net Income & EPS



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική



μεταλλευτούμε τα υψηλότερα spreads, αναγνωρίζοντας ότι τα θεμελιώδη παραμένουν ευάλωτα σε πτωτικό ρίσκο. Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων, καθώς τα θεμελιώδη επιδεινώνονται σε ένα περιβάλλον χαμηλής εμπορευσιμότητας, γεγονός που μπορεί να πυροδοτήσει απότομα μαζικές ρευστοποιήσεις. Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Γερμανίας, καθώς δεν αποζημιώνουν για το ρίσκο διάρκειας και δεν προσφέρουν επαρκή διαφοροποίηση στα τρέχοντα επίπεδα.

Στα εμπορεύματα αναβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό σε υπερεπενδεδυμένη. Η επενδυτική ζήτηση περιμένουμε να παραμείνει ισορροπημένη, λόγω της αυξημένης πολιτικής αβεβαιότητας και των αρνητικών επιτοκίων που μειώνουν το κόστος διακράτησης για τον χρυσό.

Στο πετρέλαιο περιμένουμε η βελτίωση στο σκέλος της προσφοράς και της ζήτησης να επιταχυνθεί για να σηματοδοτήσει υψηλότερα επίπεδα. Η σταθεροποίηση του δολαρίου και οι θέσεις Long των επενδυτών στηρίζουν την τιμή στο εύρος \$40-50. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση.

Στο συνάλλαγμα διατηρούμε τη θέση μας υπέρ του δολαρίου στην ισοτιμία EURUSD, καθώς θεωρούμε ότι το ρίσκο για το ευρώ παραμένει αυξημένο (Brexit, πολιτική αβεβαιότητα, εξασθένιση δυναμικής ανάπτυξης). Αναθεωρούμε τη θέση μας στο USDJPY σε ουδέτερη καθώς, μετά το ισχυρό rally από την αρχή του έτους, ενισχύεται η πιθανότητα παρέμβασης από την κυβέρνηση και την Κεντρική Τράπεζα. Τέλος, διατηρούμε την ουδέτερη θέση στην ισοτιμία EURGBP, μέχρι να διαφανεί η προοπτική της επίπτωσης του Brexit στην οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου.

## ΠΙΝΑΚΑΣ 4

### Επενδυτικές θέσεις

Κατηγορία Επένδυσης	Επενδυτική Θέση	Αλλαγή
Μετοχές	Υποεπενδεδυμένη	
Κρατικά Ομόλογα	Υποεπενδεδυμένη	
Εταιρικά Ομόλογα Επενδυτικής Αξιολόγησης	Υπερεπενδεδυμένη	
Εταιρικά Ομόλογα Υψηλών Αποδόσεων	Υποεπενδεδυμένη	
Ομόλογα Αναδυομένων Αγορών	Ουδέτερη	
Μετοχές Αναδυομένων Αγορών	Υπερεπενδεδυμένη	↑
Μετρητά	Υπερεπενδεδυμένη	
EURUSD	Υπέρ USD	
USDJPY	Ουδέτερη	↑
EURGBP	Ουδέτερη	
Χρυσός	Θετική	↑
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	

Πηγή: Επενδυτική Στρατηγική

# 04 ΟΜΟΛΟΓΑ

Μειώνουμε θέσεις σε ομόλογα περιφέρειας Ευρωζώνης. Αναμένουμε οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των ομολόγων ΗΠΑ & Γερμανίας να κινηθούν ήπια ανοδικά. Προτιμούμε τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης εκδοτών ΗΠΑ, ενώ βρίσκουμε ευκαιρίες στα ομόλογα αναδυόμενων οικονομιών.

**4.1 Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ, Γερμανίας:** Η επεκτατική νομισματική πολιτική και οι χαμηλές πληθωριστικές προσδοκίες θα κρατήσουν τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις στη λήξη χαμηλά. Το ρίσκο προς τα επάνω.

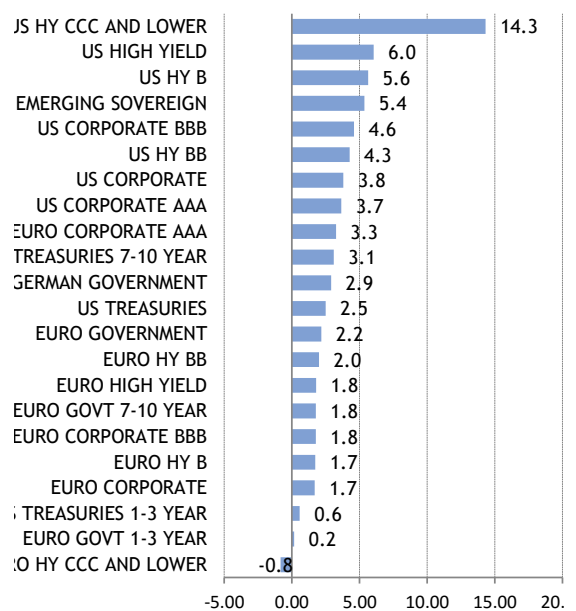
Οι αποδόσεις στη λήξη των κυβερνητικών ομολόγων ΗΠΑ και Γερμανίας υποχώρησαν σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα (1,47% και -0,13%) στο τέλος του Β' τριμήνου, προσφέροντας υψηλές αποδόσεις στους επενδυτές. Η μεγάλη πτώση των επιτοκίων από τα ήδη χαμηλά επίπεδα του Α' τριμήνου οφείλεται στη συνεχή υποβάθμιση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό και, κατ' επέκταση, για τα μελλοντικά επιτόκια της Fed, στη διευρυνόμενη επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθούν οι άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες (ECB, BoJ, SNB, PBOC) και στην αύξηση του επενδυτικού ενδιαφέροντος για ασφαλή καταφύγια.

Το ενδιαφέρον είναι ότι τα περισσότερα οικονομικά στοιχεία που παρακολουθεί η Fed για να καθορίσει τη νομισματική της πολιτική εμφάνισαν βελτίωση στο 2ο τρίμηνο. Η ανεργία υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο από το 2007 και χαμηλότερα από τις μακροχρόνιες εκτιμήσεις της Κεντρικής Τράπεζας, ενώ ο Δείκτης PCE ενισχύθηκε στο 1,6%. Παρ' όλα αυτά, η αγορά προεξοφλεί ότι η Fed δεν πρόκειται να αυξήσει τα επιτόκια πριν από τον Δεκέμβριο του 2017, αντίδραση που, κατά την άποψή μας, είναι προϊόν της αβεβαιότητας μετά το Brexit και δεν αντικατοπτρίζει τη δυναμική της αμερικανικής οικονομίας.

Αναμφισβήτητα, η Fed δίνει περισσότερο βάρος πλέον στις παγκό-

## ΓΡΑΦΗΜΑ 39

Αποδόσεις ομολογιακών δεικτών στο 2ο τρίμηνο



Πηγή: BofA Merrill Lynch | Επενδυτική Στρατηγική



σμιες εξελίξεις και στις συνέπειές τους στις χρηματοοικονομικές συνθήκες, απ' όσο στο πρόσφατο παρελθόν, και στο επίπεδο αυτό το ρίσκο παραμένει αυξημένο. Τους τελευταίους έξι μήνες το beta των αποδόσεων στη λήξη των US Treasuries έχει αυξηθεί σε σχέση με τις αποδόσεις των αντίστοιχων γερμανικών ομολόγων.

Για το Β' εξάμηνο του έτους περιμένουμε οι ίδιες παράμετροι να καθορίσουν τις αποδόσεις των κυβερνητικών ομολόγων.

Παρά τα βελτιωμένα οικονομικά μεγέθη το Β' τρίμηνο του έτους, η αμερικανική οικονομία θα παραμείνει σε περιβάλλον ασθενούς ανάπτυξης και χαμηλής παραγωγικότητας, με την εκτίμηση της Οικονομικής Ανάλυσης για το αμερικανικό ΑΕΠ να διαμορφώνεται στο 1,9% για το 2016 σε σχέση με 2,4% για το 2015, το οποίο αποτελεί και τον μακροχρόνιο μέσο όρο.

Η Fed θα περιμένει, εκτός από την αύξηση του πληθωρισμού και την αύξηση των μακροχρόνιων προσδοκιών για τον πληθωρισμό, και τη σταθεροποίηση των χρηματοοικονομικών συνθηκών, προτού επανεκκινήσει τις αυξήσεις επιτοκίων. Δεδομένου ότι η βάση σύγκρισης των τιμών του πετρελαίου βελτιώνεται και από το Γ' τρίμηνο του έτους πιθανόν να γυρίσει σε θετικό πρόσημο, περιμένουμε αυτό να αποτυπωθεί και στις πληθωριστικές προσδοκίες.

Με αυτά τα δεδομένα, θεωρούμε ότι η Fed θα μπορούσε, παρά τις τρέχουσες προσδοκίες, να προχωρήσει σε αύξηση των επιτοκίων φέτος, γεγονός που θα δημιουργήσει περιορισμένες ανοδικές πιέσεις στο κοντινό μέρος της καμπύλης.

Περιμένουμε, επίσης, η ευαισθησία των US Treasuries στο διεθνές περιβάλλον να παραμείνει υψηλή και να συνεχίσουν οι πτωτικές πιέσεις στα μακροχρόνια αμερικανικά επιτόκια, λόγω της αναμενόμενης περαιτέρω χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής παγκοσμίως.

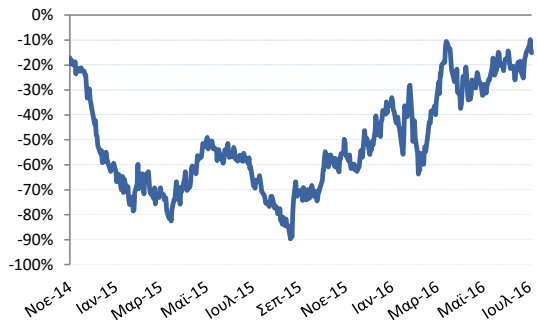
Για το μακροχρόνιο μέρος της καμπύλης, εκτιμούμε ότι αυτό θα κινηθεί ανοδικά, αντικατοπτρίζοντας την ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας, δεν περιμένουμε, ωστόσο, να προσεγγίσει τη δίκαιη τιμή της (στο 2,20% σύμφωνα με την Οικονομική Ανάλυση), λόγω του ισχυρού επενδυτικού ενδιαφέροντος για AAA ομόλογα με θετικά επιτόκια, καθώς ολοένα μεγαλύτερο ποσοστό των διεθνών AAA κυβερνητικών ομολόγων φέρουν αρνητικά επιτόκια.

Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα αμερικανικά κρατικά ομόλογα. Σε αυτά τα επίπεδα, σταθμίζοντας τον κίνδυνο της διάρκειας, οι αποδόσεις στη λήξη δεν είναι ελκυστικές.

Παρ' όλο που η επίδοση της οικονομίας της Ευρωζώνης το Α' εξάμηνο του έτους ήταν ικανοποιητική, ειδικά αν αναλογιστεί κανείς το διεθνές περιβάλλον (επιβράδυνση ΗΠΑ, Κίνας), ο πληθωρισμός και οι πληθωριστικές προσδοκίες υποχώρησαν σε νέα ιστορικά χαμηλά επίπεδα ενώ και η πιστωτική επέκταση στην ευρωζώνη

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 40

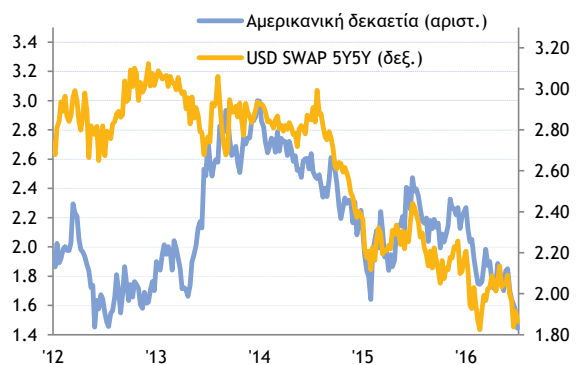
Κυλιόμενη ετήσια μεταβολή τιμών πετρελαίου WTI



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 41

Αποδόσεις δεκαετίας ΗΠΑ & Πληθωριστικές προσδοκίες ΗΠΑ



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 42

Αποδόσεις δεκαετίας Γερμανίας & Πληθωριστικές προσδοκίες ΕΖ



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική





αυξήθηκε με ασθενικούς ρυθμούς. Για το σύνολο του έτους η οικονομία της Ευρωζώνης αναμένουμε να αναπτυχθεί με τον ίδιο ρυθμό του 2015 (1,6% σύμφωνα με την Οικονομική Ανάλυση) και υψηλότερα από τον μακροχρόνιο ιστορικό μέσο όρο (1,45%).

Στο περιβάλλον αυτό η ΕΚΤ προχώρησε σε επέκταση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, ενώ ανακοίνωσε εκ νέου πρόγραμμα παροχής φθηνών δανείων στις τράπεζες (TLTRO 2). Μετά την απρόσμενη απόφαση του Ηνωμένου Βασιλείου να αποχωρήσει από την Ευρωπαϊκή Ένωση αυξάνονται οι πιθανότητες η ΕΚΤ να λάβει περαιτέρω μέτρα, συμπεριλαμβανόμενης της περαιτέρω μείωσης του παρεμβατικού επιτοκίου και της επέκτασης της χρονικής διάρκειας του προγράμματος αγοράς ομολόγων, με στόχο την τόνωση της οικονομίας της Ευρωζώνης, η οποία αναμένεται να επιβραδυνθεί κατά 0,5% τα επόμενα τρία χρόνια λόγω του Brexit.

Ο συνδυασμός χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού με την προοπτική περισσότερης χαλάρωσης από την ΕΚΤ δικαιολογεί διατήρηση των αρνητικών επιτοκίων στη γερμανική δεκαετία. Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι, ωστόσο, στα γερμανικά κρατικά ομόλογα, καθώς πιστεύουμε πως στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις στη λήξη δεν αποζημιώνουν τους επενδυτές για τον κίνδυνο διάρκειας που εμπεριέχουν.

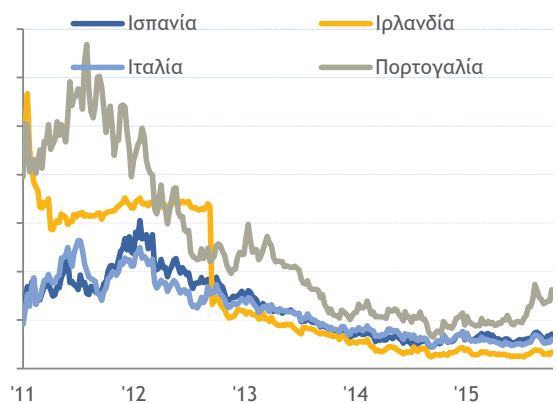
#### 4.2 Ομόλογα περιφέρειας Ευρωζώνης: Μείωση θέσεων

Τα spreads των ομολόγων των περιφερειακών χωρών της Ευρωζώνης κατέγραψαν στη διάρκεια του Β' τριμήνου σημαντικές διακυμάνσεις, οι οποίες θα ήταν μεγαλύτερες αν δεν υπήρχε το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων από την ΕΚΤ. Τα ιταλικά και τα πορτογαλικά ομόλογα υποαπέδωσαν την περίοδο αυτή, λόγω των αναταράξεων στον τραπεζικό κλάδο και της οικονομικής επιβράδυνσης που παρουσίασαν, αντιστοίχως.

Για το επόμενο διάστημα προχωρούμε σε μείωση θέσεων στα ομόλογα της περιφέρειας της Ευρωζώνης, καθώς περιμένουμε διέγερση των spreads. Η επίπτωση του Brexit στην οικονομία της Ευρωζώνης αναμένεται να είναι περιορισμένη, σύμφωνα με τις πρώτες εκτιμήσεις, για τις οικονομίες αυτές, ωστόσο, που ανακάμπτουν ασθενικά από την πολυετή ύφεση, κάθε πλήγμα έχει ισχυρότερες επιπτώσεις. Ήδη οι συγκλίνουσες εκτιμήσεις για την ανάπτυξη της ιταλικής οικονομίας το 2016 έχουν αναθεωρηθεί πτωτικά στο 1% από 1,2% που ήταν πριν από το Brexit. Στο ίδιο επίπεδο αναμένεται να κυμανθεί η ανάπτυξη στην Πορτογαλία, ενώ με υψηλότερο ρυθμό αναμένεται να αναπτυχθούν οι οικονομίες της Ισπανίας (2,8%) και της Ιρλανδίας (5,0%). Το ρίσκο και σε αυτές τις περιπτώσεις, ωστόσο, είναι πτωτικό, αφενός λόγω της πολιτικής ακυβερνησίας που πλήττει την Ισπανία και αφετέρου λόγω της ισχυρής διασύνδε-

ΓΡΑΦΗΜΑ 43

Spreads ομολόγων περιφέρειας Ευρωζώνης



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική



σης της οικονομίας της Ιρλανδίας με το Ηνωμένο Βασίλειο.

Οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, σε συνδυασμό με την σύσφιξη των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, είναι πολύ πιθανόν να εντείνουν τις πιέσεις στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο ενόψει και των αποτελεσμάτων των stress tests της EBA. Δεδομένης της αλληλεξάρτησης κρατών και τραπεζών, οι τριγμοί στον τραπεζικό κλάδο θα επηρεάσουν και το κόστος δανεισμού των κρατών. Τέλος, τα πολιτικά γεγονότα που συσσωρεύονται το επόμενο εξάμηνο στην Ευρωζώνη (δημοψήφισμα Ιταλία, Ουγγαρία, προεδρικές εκλογές στην Αυστρία, σχηματισμός κυβέρνησης στην Ισπανία) είναι πολύ πιθανόν να αυξήσουν το risk premium που ζητούν οι επενδυτές για να επενδύσουν στα ομόλογα των χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης.

### 4.3 Ομόλογα αναδυομένων αγορών: Ουδέτερη Θέση

Τα ομόλογα αναδυομένων αγορών κατέκτησαν τη δεύτερη θέση, κάτω από τα ομόλογα Υψηλών Αποδόσεων ΗΠΑ, στους πίνακες αποδόσεων το Β' τρίμηνο, ενώ από την αρχή του έτους βρίσκονται στην πρώτη θέση με απόδοση 11,2%.

Οι κύριοι παράγοντες που έχουν οδηγήσει σε αυτή την υπεραπόδοση συμπεριλαμβάνουν την άνοδο των τιμών πετρελαίου, τη μείωση της ανησυχίας αναφορικά με την οικονομία της Κίνας, την αναθεώρηση των προσδοκιών για αύξηση των επιτοκίων από τη Fed και την επέκταση του QE από την ΕΚΤ. Ακόμη και το διάστημα πριν και μετά το Brexit, τα ομόλογα αναδυομένων αγορών παρουσίασαν εντυπωσιακή ανθεκτικότητα, παρά την ενίσχυση του δολαρίου.

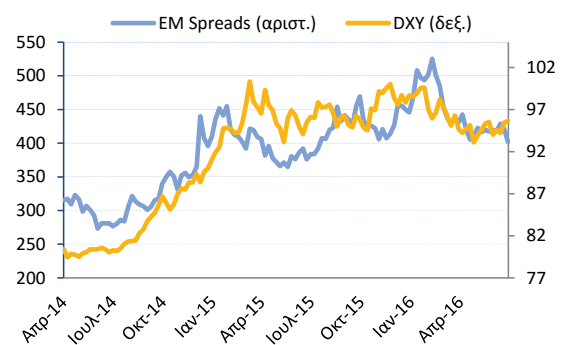
Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις αναδυόμενες αγορές, καθώς εμφανίζονται λιγότερο εκτεθειμένες στις πιθανές επιπτώσεις του Brexit, κυρίως λόγω των μικρών εμπορικών δεσμών με το Ηνωμένο Βασίλειο. Ταυτόχρονα, η άνοδος των τιμών των εμπορευμάτων αναμένεται να ανακουφίσει τις οικονομίες των εξαγωγικών οικονομιών στις αναδυόμενες αγορές.

Επίσης, η Fed μάλλον θα αναβάλει εκ νέου την αύξηση των επιτοκίων, γεγονός που με τη σειρά του θα διατηρήσει χαμηλά τις αποδόσεις στη λήξη των US Treasuries και θα δημιουργεί πτωτικές πιέσεις στο δολάριο.

Τα δύο κανάλια μέσω των οποίων ενδεχομένως να διαχυθεί το Brexit στις αναδυόμενες αγορές είναι οι ροές κεφαλαίων και οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες δεν έχουν παρουσιάσει σημαντική επιδείνωση, κυρίως λόγω των διαβεβαιώσεων από τις κεντρικές τράπεζες για παροχή ρευστότητας στο σύστημα αν αυτό κριθεί απαραίτητο, ενώ η εισροή κεφαλαίων στα ομόλογα αναδυομένων αγορών ήταν πολύ ισχυρή το προηγούμενο τρίμηνο (ρεκόρ νέων εκδόσεων κυβερνητικών ομολόγων και

### ΓΡΑΦΗΜΑ 44

Συσχέτιση δολαρίου ΗΠΑ & EM spreads



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 45

Spreads ομολόγων αναδυομένων αγορών (δείκτης JPM EMBI)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική



καθαρές εισροές σε αμοιβαία κεφάλαια). Ενδεχόμενη διάχυση, ωστόσο, της κρίσης στο τραπεζικό σύστημα της Ευρωζώνης ή νέος γύρος εκροών κεφαλαίων από την Κίνα (ας μην αγνοούμε τη σημαντική εξασθένιση του γουάν το τελευταίο τρίμηνο) θα επαναφέρει τις ανησυχίες για την παγκόσμια οικονομία και θα αναστρέψει την πορεία των ροών.

Μεσοπρόθεσμα ο βασικός κίνδυνος εμφανίζεται στα επίπεδα χρέους των αναδυομένων οικονομιών τα οποία, αν και σε χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα των αναπτυγμένων, έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα στον ιδιωτικό τομέα. Η δε αύξηση των δημοσιονομικών ελλειμμάτων θα αυξήσει την προσφορά χρέους για τη χρηματοδότησή τους. Σύμφωνα με στοιχεία της BIS, το μη τραπεζικό χρέος έχει ανέλθει στο 191% του ΑΕΠ, έχοντας αυξηθεί κατά 13% τα πρώτα τρία τρίμηνα του 2015. Σε εταιρικό επίπεδο, τα θεμελιώδη χειροτερεύουν, με τη ρευστότητα να μειώνεται και τη μόχλευση να αυξάνεται. Την επόμενη τριετία ο μέσος όρος λήξεων των ομολόγων ανέρχεται στα \$100 δισ., στοιχείο που ενδεχομένως να προκαλέσει αύξηση των πτωχεύσεων των εταιριών. Ήδη το ποσοστό χρεοκοπιών αυξάνεται με ταχύτερο ρυθμό από εκείνο των αναπτυγμένων χωρών και αναμένεται να διαμορφωθεί για το 2016 στο 6,5%-7%. Συνεχίζουμε να προτιμούμε να είμαστε τοποθετημένοι σε επενδύσεις σε ξένο νόμισμα.

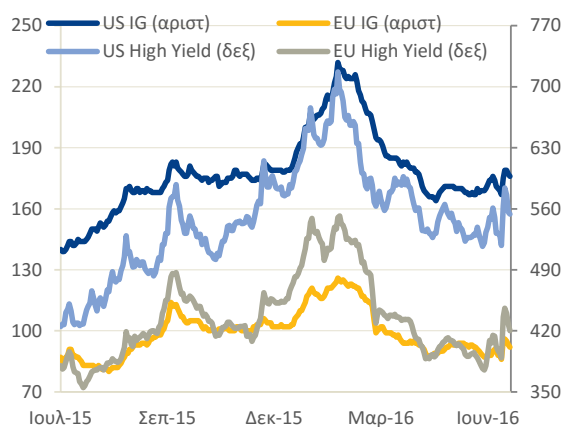
#### 4.4 Εταιρικά ομόλογα: Υπερεπενδεδυμένη θέση στα Ομόλογα Επενδυτικής Διαβάθμισης, Υποεπενδεδυμένη θέση στα Ομόλογα Υψηλών Αποδόσεων

Τα εταιρικά ομόλογα προσέλκυσαν το επενδυτικό ενδιαφέρον στην διάρκεια του Β' τριμήνου, ενώ παρουσίασαν ανθεκτικότητα ακόμη και κατά την περίοδο γύρω από το Brexit. Τα spreads των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης και υψηλών αποδόσεων τόσο στην Ευρώπη όσο και στις ΗΠΑ υποχώρησαν στη διάρκεια του τριμήνου, σύμφωνα με τους δείκτες της Merrill Lynch. Ενδεικτικά, τα spreads υποχώρησαν 8 μ.β. και 6 μ.β. για τα επενδυτικής διαβάθμισης ομόλογα σε ΗΠΑ και Ευρώπη αντίστοιχα, ενώ η υποχώρηση των υψηλής απόδοσης για τις αντίστοιχες περιοχές διαμορφώθηκε σε 37 μ.β. και 16 μ.β. αντίστοιχα. Ωστόσο, η αύξηση της μεταβλητότητας στις χρηματαγορές και τα μικτά στοιχεία για τις οικονομίες είχαν αντιστρέψει την τάση από τον Μάιο και μετά.

Στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης, η επιδείνωση των θεμελιωδών των εταιριών σε ΗΠΑ και Ευρώπη δημιουργεί προβληματισμό, τόσο σε επίπεδο μόχλευσης όσο και σε επίπεδο κάλυψης υποχρεώσεων. Χρησιμοποιώντας ως δείγμα τις εταιρείες που προκύπτουν από τη διαδικασία του Piraeus Bond Screening Model, διαπιστώνουμε ότι οι δείκτες NetDebt/Ebitda και NetDebt/Equity

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 46

Δείκτες Merrill Lynch: Spreads



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική



βρίσκονται σε υψηλά δεκαετίας, ενώ οι δείκτες FCF/συνολικό χρέος σε αντίστοιχο χαμηλό (διαθέσιμα στοιχεία από 2008).

Η επιδείνωση, ωστόσο, των δεικτών μόχλευσης στις εταιρείες των ΗΠΑ ανταμείβει τους επενδυτές με υψηλότερο spread. Ενδεικτικά, ο δείκτης NetDebt/Ebitda για τις εταιρείες επενδυτικής διαβάθμισης αναμένεται να διαμορφωθεί στο 1,65x (8% υψηλότερο από τον μέσο όρο 15αετίας, ετήσια στοιχεία) ενώ το spread διαμορφώθηκε στις 176 μ.β., 30% υψηλότερα από τον μέσο όρο 10ετίας (ημερήσια στοιχεία). Στον αντίποδα, ο δείκτης για τις επενδυτικής διαβάθμισης εταιρείες του δείγματος στην Ευρώπη διαμορφώνεται στο 1,75x, 26% υψηλότερα από τον μέσο όρο 15αετίας, ενώ, αντίθετως, το spread διαμορφώνεται στις 92 μ.β., 8% χαμηλότερα από τον μέσο όρο 15αετίας.

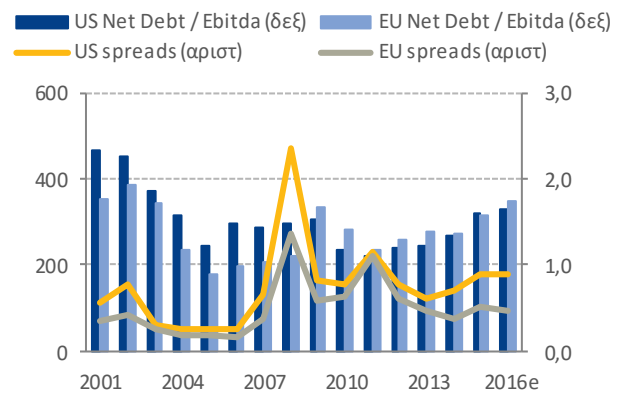
**Διατηρούμε την υπερεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης,** με προτίμηση σε αμερικανούς εκδότες, όπου το spread αποζημιώνει για την ενίσχυση του ρίσκου λόγω αυξημένης μόχλευσης. Αντιστοίχως, στην Ευρώπη, οι αποτιμήσεις για τα ομόλογα είναι ακριβές, απόρροια του QE της ΕΚΤ, το οποίο έχει μειώσει την προσφορά και οδηγεί τους επενδυτές στην αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων. Η πολιτική της ΕΚΤ προσφέρει εν μέρει μαξιλάρι ασφαλείας για επιμέρους εταιρικές εκδόσεις μεγάλων εταιριών. Παράλληλα, σύμφωνα με την JP Morgan, οι καθαρές εκδόσεις ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης παγκοσμίως αναμένεται να διαμορφωθούν το 2016 στα \$540 δισ. έναντι \$515 δισ. το 2015.

Στα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων, τα θεμελιώδη επιδεινώνονται για τις αμερικανικές εταιρείες, κυρίως λόγω της έκθεσης που υπάρχει σε εταιρείες από τον κλάδο ενέργειας ενώ, αντίθετως, στην Ευρώπη η εικόνα δείχνει σταθεροποίηση. Στις ΗΠΑ, ο δείκτης NetDebt/Ebitda αναμένεται να διαμορφωθεί το 2016 στο 3,5x, (7% υψηλότερα από τον μέσο όρο 15αετίας), με την αγορά να αποτιμά την αύξηση του ρίσκου με 556 μ.β. spreads (δείκτης Merrill Lynch), 16% υψηλότερα από τον μέσο όρο 15αετίας ενώ, αντίθετως, στην Ευρώπη, ο δείκτης διαμορφώνεται στο 2,2x (5% υψηλότερα από τον μέσο όρο 15αετίας) και τα spreads διαμορφώνονται στις 427 μ.β., 15% χαμηλότερα από τον μέσο όρο 15αετίας

**Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων,** καθώς θεωρούμε ότι σε όρους αποτιμήσεων δεν είναι ελκυστικά. Οι καθαρές εκδόσεις ομολόγων υψηλών αποδόσεων, σύμφωνα με την JP Morgan αναμένεται να μειωθούν στα \$125 δισ. για το 2016, από \$170 δισ. το 2015, έναντι αρχικών εκτιμήσεων για το 2016 ύψους \$165 δισ. Προτιμούμε ευρωπαϊκές εκδόσεις έναντι των εκδοτών ΗΠΑ.

**ΓΡΑΦΗΜΑ 47**

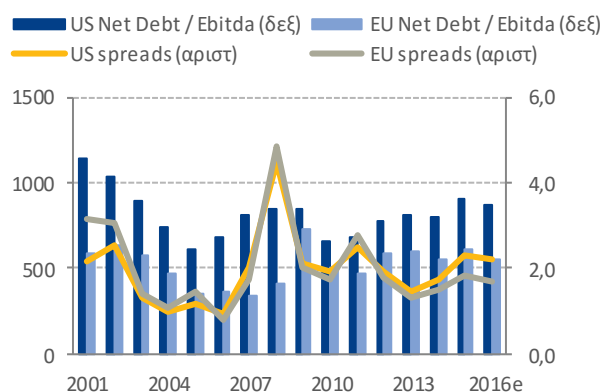
Μόχλευση & spreads για IG εταιρείες σε ΗΠΑ και Ευρώπη



Πηγή: Bloomberg | FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

**ΓΡΑΦΗΜΑ 48**

Μόχλευση & spreads για non IG εταιρείες σε ΗΠΑ και Ευρώπη



Πηγή: Bloomberg | FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

# 05 ΜΕΤΟΧΕΣ

Η αύξηση της αβεβαιότητας λόγω του Brexit και η ανησυχία για τις τράπεζες στην Ευρωζώνη έρχονται να προστεθούν στην επιβράδυνση των οικονομιών και στο αρνητικό momentum της κερδοφορίας. Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση.

Η απόφαση των Βρετανών για Brexit έκανε πιο εύθραυστο το επενδυτικό περιβάλλον, σε μια περίοδο όπου οι ανησυχίες για την παγκόσμια ανάπτυξη διευρύνονται, καθώς οι οικονομίες επιβραδύνονται και οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία χειροτερεύουν.

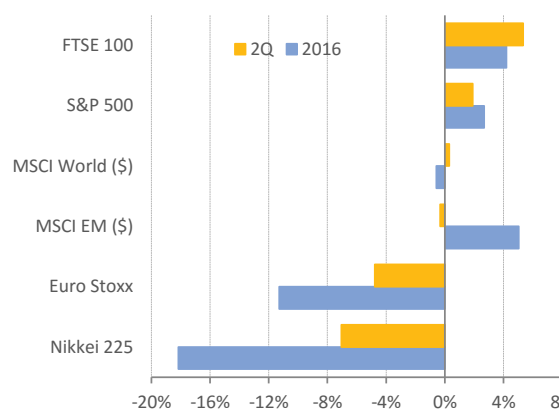
Η μεταβλητότητα παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα για το μεγαλύτερο διάστημα του Β' τριμήνου, εντάθηκε ωστόσο μετά το δημοψήφισμα στο Ηνωμένο Βασίλειο. Η απόφαση για έξοδο από την Ευρωπαϊκή Ένωση δημιούργησε σημαντικές πιέσεις στις αγορές, με τον Eurostoxx να καταγράφει τη δεύτερη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση της τελευταίας 20αετίας, ενώ οι αγορές σε Ισπανία και Ιταλία σημείωσαν τις μεγαλύτερες ημερήσιες απώλειες το ίδιο διάστημα. Πολύ γρήγορα, ωστόσο, η ηρεμία επανήλθε και οι μετοχικές αγορές περιόρισαν σε μεγάλο βαθμό τις αρχικές απώλειες, με τον FTSE 100, τον S&P500 και τον MSCI World να καταγράφουν κέρδη για το Β' τρίμηνο.

Η αναμενόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας στην Ευρωζώνη λόγω του Brexit έρχεται να προστεθεί στην ήδη μειούμενη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας. Ενδεικτικά, το 2015 στο Ηνωμένο Βασίλειο πραγματοποιήθηκε το 8% των πωλήσεων των εταιρειών του Dax30, το 6% του Cac40 και το 7% του Ibex35 (πηγή FactSet, επεξεργασία Investment Strategy), ενώ η Ιταλία έχει περιορισμένη έκθεση.

Οι κεντρικές τράπεζες είναι έτοιμες να παρέμβουν για να διατηρήσουν τη σταθερότητα στις αγορές, αλλά δεν έχουν την ικανότητα

## ΓΡΑΦΗΜΑ 49

Αποδόσεις κυριοτέρων μετοχικών αγορών στο 2ο τρίμηνο



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

πλέον να τις οδηγήσουν υψηλότερα, όπως στο παρελθόν, μέσω πολιτικών νομισματικής χαλάρωσης. Αν προσθέσουμε την αύξηση των πολιτικών κινδύνων για την συνοχή της Ευρωζώνης, τότε το ρίσκο είναι πτωτικό και διατηρούμε **υποεπενδεδυμένη** θέση στις μετοχές. Το σενάριο επίτευξης θετικών αποδόσεων το επόμενο διάστημα στις μετοχικές αγορές συγκεντρώνει μικρές πιθανότητες και επικεντρωνόμαστε σε long-short στρατηγικές μεταξύ επιμέρους γεωγραφικών περιοχών και κλάδων.

Το momentum της κερδοφορίας παραμένει αρνητικό για το σύνολο των μετοχικών αγορών, διαφαίνονται, ωστόσο, σημάδια σταθεροποίησης στις αναδυόμενες αγορές καθώς και σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη, ενώ οι πτωτικές αναθεωρήσεις κερδοφορίας επιταχύνουν στην Ιαπωνία. Οι εκτιμήσεις είναι πιθανόν να επιδεινωθούν περαιτέρω ιδιαίτερα στην Ευρωζώνη, όταν ενσωματωθούν οι συνέπειες του Brexit.

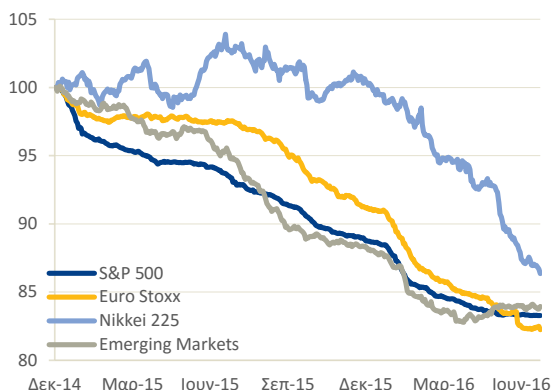
Στις αποτιμήσεις, οι αναπτυσσόμενες αγορές παραμένουν πιο ακριβές από τους ιστορικούς μέσους όρους, παρά την πρόσφατη σημαντική υποχώρηση, καθώς η επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας λόγω Brexit θα έχει αντίκτυπο σε βασικά μεγέθη των εταιρειών. Ο S&P500 και ο EuroStoxx διαπραγματεύονται με 16,9x και 14,7x Last12mP/E αντίστοιχα, παραμένουν, ωστόσο, πιο ακριβοί από τους ιστορικούς μέσους όρους 5ετίας και 10ετίας, ενώ οι δείκτες είναι αντίστοιχα ακριβοί σε όρους Last12mP/BV. Ο S&P500 διαπραγματεύεται στο 2,65x (υψηλότερα κατά 10% από μέσο όρο 10ετίας), ενώ ο δείκτης για τον EuroStoxx διαμορφώνεται στο 1,42x, όσο δηλαδή είναι και ο μέσος όρος 10ετίας. Η μερισματική απόδοση (Last12mDY) διαμορφώνεται στο 2,23% για τον S&P500, υψηλότερα από τον μέσο όρο 10ετίας (2,10%) ενώ, αντιθέτως, για τον EuroStoxx διαμορφώνεται στο 3,62% (έναντι 3,71% μέσος όρος στη 10ετία). Οι αποτιμήσεις για την Ιαπωνία είναι οι πλέον ελκυστικές αλλά ενέχουν αρκετούς κινδύνους, καθώς προεξοφλούν ότι η κερδοφορία θα συνεχίσει να αναθεωρείται έντονα πτωτικά το επόμενο διάστημα λόγω της ενίσχυσης του γιεν, με αρνητικό αντίκτυπο στο μέρισμα που καταβάλλεται από τις επιχειρήσεις. Η μετοχική αγορά της Ιαπωνίας διαπραγματεύεται με Last12mP/E 12,9x, P/BV 1,0x και μερισματική απόδοση 2,6%, με σαφώς πιο ελκυστικά στοιχεία από τους μέσους όρους 10ετίας (19,1x, 1,3x και 1,99%).

Στις αναδυόμενες αγορές, οι αποτιμήσεις κυμαίνονται σε πιο φθηνά επίπεδα από τους ιστορικούς μέσους 10ετίας, γεγονός που δίνει μαξιλάρι ασφαλείας, ενώ οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία έχουν αναθεωρηθεί ανοδικά το τελευταίο διάστημα.

Στον σχετικό πίνακα παρατίθενται συγκεντρωτικά οι εκτιμήσεις για τις κυριότερες αγορές το 2016. Οι πτωτικές αναθεωρήσεις συνεχίζονται και πλέον οι προσδοκίες συγκλίνουν σε υποχώρηση του EPS

## ΓΡΑΦΗΜΑ 50

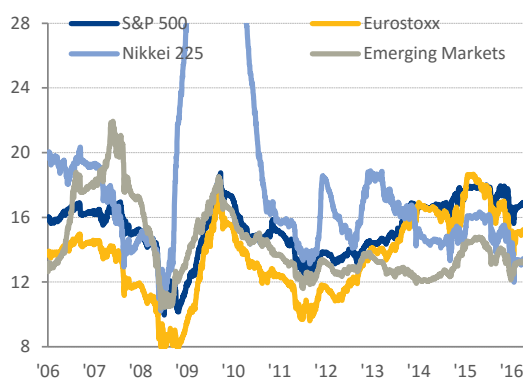
Πορεία εκτιμήσεων για EPS16 κύριων αγορών (rebased 2014)



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

## ΓΡΑΦΗΜΑ 51

Last12m P/E κυριότερων αγορών



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

## ΠΙΝΑΚΑΣ 5

Εκτιμήσεις για το 2016 στις κύριες αγορές

	μτβ %			P/E	P/BV	D/Y	EV/Ebitda	ROE	N.Debt/Ebitda
	πωλ.	EPS	μερ.						
S&P 500	4%	1%	8%	19,6	5,0	2,0%	12,2	22%	0,77
Euro stoxx	2%	-2%	6%	17,2	2,4	3,6%	9,6	13%	1,08
Nikkei 225	-1%	-5%	6%	14,7	1,4	2,7%	8,3	9%	1,38
FTSE 100	8%	-6%	7%	19,9	3,8	4,0%	11,5	20%	2,00
Em. Markets	7%	9%	6%	16,0	2,3	2,8%	10,4	15%	0,83

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική



για EuroStoxx, Nikkei225 και FTSE100, ενώ στις ΗΠΑ οι εκτιμήσεις συγκλίνουν σε αύξηση του EPS το 2016 μόλις 1%. Στις αναδυόμενες αγορές το EPS αναμένεται να ενισχυθεί 9%.

### 5.1 ΗΠΑ: Ουδέτερη θέση

Η αναταραχή που έχει προκληθεί στις αγορές μετά το δημοψήφισμα για το Brexit μπορεί να προκαλέσει νέα επιβράδυνση στην οικονομία των ΗΠΑ, σε μια περίοδο που ανακάμπτει από τους ασθενείς ρυθμούς ανάπτυξης του Α' τριμήνου. Οι αυξήσεις επιτοκίων από τη Fed μάλλον θα είναι λιγότερες και πιο σταδιακές, η κίνηση αυτή, ωστόσο, δεν είναι ικανή να ωθήσει τις μετοχικές αγορές υψηλότερα. Οι επικείμενες εκλογές του Νοεμβρίου δεν έχουν επηρεάσει άμεσα τις μετοχικές αγορές ενώ, σε εταιρικό επίπεδο, το momentum της κερδοφορίας είναι πτωτικό και τα θεμελιώδη των εταιρειών επιδεινώνονται.

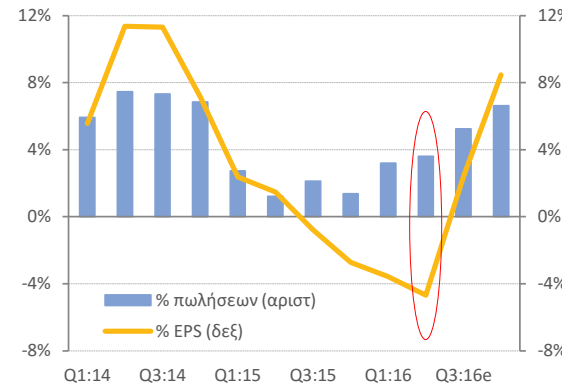
Το Β' τρίμηνο η ύφεση της κερδοφορίας αναμένεται να συνεχιστεί (εκτιμήσεις για -4,7%) για τέταρτο συνεχόμενο τρίμηνο. Η ανάκαμψη αναμένεται το Β' εξάμηνο του 2016, η οποία όμως θα είναι υποτονική. Παράλληλα, οι προσδοκίες για αύξηση των πωλήσεων (S&P500 ex financials) είναι χαμηλές (3,6%). Η πτώση της κερδοφορίας στον κλάδο ενέργειας, μετά την πτώση της τιμής του πετρελαίου, αποτελεί μία από τις κύριες αιτίες, ωστόσο δεν πρέπει να αγνοηθεί το γεγονός ότι κλάδοι όπως είναι η τεχνολογία, τα financials και τα μη κυκλικά προϊόντα έχουν πτωτικό momentum στην κερδοφορία. Με τις αποτιμήσεις να ξεπερνούν τους μέσους όρους 10ετίας, οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία στο σύνολο του 2016 συνεχίζουν να αναθεωρούνται πτωτικά (πλέον στο 1%) ενώ οι προσδοκίες για τις πωλήσεις διαμορφώνονται σε αύξηση 3%.

Η πολιτική επαναγοράς ιδίων μετοχών που ακολουθούν τα τελευταία χρόνια οι εταιρείες βελτιώνει την εικόνα της κερδοφορίας σε επίπεδο κερδών ανά μετοχή, αλλά υπάρχει απόκλιση με την εικόνα της πορείας των συνολικών καθαρών κερδών. Ενδεικτικά, το 2015 τα κέρδη ανά μετοχή ενισχύθηκαν 5,4% ενώ, αντιθέτως, το σύνολο των καθαρών κερδών υποχώρησε 4%. Οι επαναγορές ιδίων μετοχών αλλά και τα μερίσματα ώθησαν τον S&P500 υψηλότερα, ιδιαίτερα την τελευταία διετία και παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Οι ανακοινώσεις ωστόσο για επαναγορές ιδίων μετοχών το επόμενο διάστημα δείχνουν σημαντική υποχώρηση, γεγονός που αναμένεται να έχει σημαντικό αντίκτυπο στη μετέπειτα πορεία της μετοχικής αγοράς.

Οι μέτοχοι ωφελήθηκαν από την ιδιαίτερα φιλική πολιτική των εταιρειών, η οποία βασίστηκε στο χαμηλό κόστος δανεισμού, ως επακόλουθο της χαλαρής νομισματικής πολιτικής της Fed. Η φιλική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 52

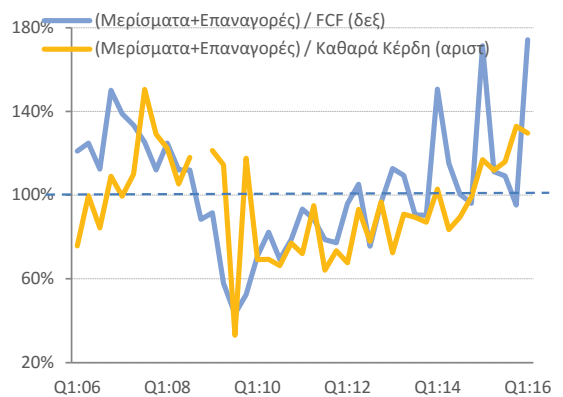
Πορεία EPS & πωλήσεων ανά 3μηνο (€/€) για S&P500



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 53

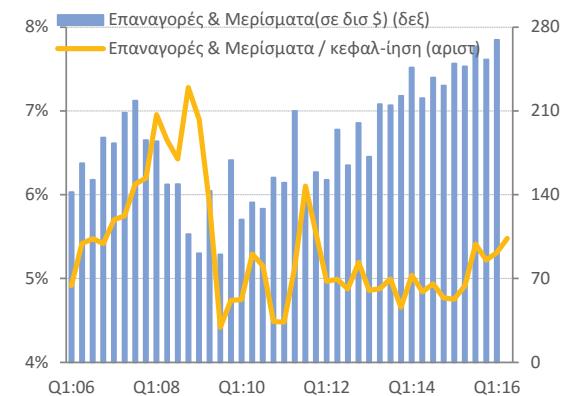
S&P500: Εταιρική πολιτική, ταμειακές ροές και κερδοφορία



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 54

S&P500: Επαναγορές & μερίσματα ως προς κεφαλαιοποίηση



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική



πολιτική, ωστόσο, είναι αδύνατον να συνεχιστεί για αρκετό διάστημα, καθώς το ποσό που έχει διατεθεί τα τελευταία χρόνια για επαναγορές ιδίων μετοχών και μερίσματα ξεπερνάει τόσο τα καθαρά κέρδη όσο και τις ταμειακές ροές.

Η αύξηση της μόχλευσης έχει επιδεινώσει την ποιότητα των ισολογισμών, με το κόστος δανεισμού να έχει ενισχυθεί, ενώ η αβεβαιότητα που έχει δημιουργήσει το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος για το Brexit αυξάνει το επιθυμητό risk reward για τους επενδυτές. Όπως φαίνεται στο διάγραμμα, οι δείκτες μόχλευσης έχουν επιδεινωθεί και διαμορφώνονται σε επίπεδα του 2008, με τα ταμειακά διαθέσιμα των εταιρειών του S&P500 (ex financials) να διατηρούνται σε ιστορικά υψηλά, στα \$1,47 τρισ.

**Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις ΗΠΑ,** καθώς η ανάπτυξη της οικονομίας είναι λιγότερο εύθραυστη και ευάλωτη σε εξωγενή ή σοκ έναντι των υπολοίπων αναπτυσσόμενων αγορών, ενώ η αύξηση της αβεβαιότητας στρέφει το ενδιαφέρον μας στη μετοχική αγορά με τη μεγαλύτερη διαφάνεια, με επαρκές βάθος και με ισχυρή εμπορευσιμότητα. Τα παραπάνω αντισταθμίζονται από τις αποτιμήσεις που σε απόλυτα και σχετικά μεγέθη δεν είναι ελκυστικές. Με τις τρέχουσες εκτιμήσεις της αγοράς για EPS και λαμβάνοντας υπόψη τα τελευταία στοιχεία για P/E, P/BV, DY, ROE, καθώς και τους ιστορικούς μέσους όρους 10ετίας, εκτιμούμε ότι μια δίκαιη τιμή για τον S&P500 στην τρέχουσα συγκυρία είναι οι 1.775 μονάδες.

### Κεφαλαιοποίηση: Μικρή vs Μεγάλη

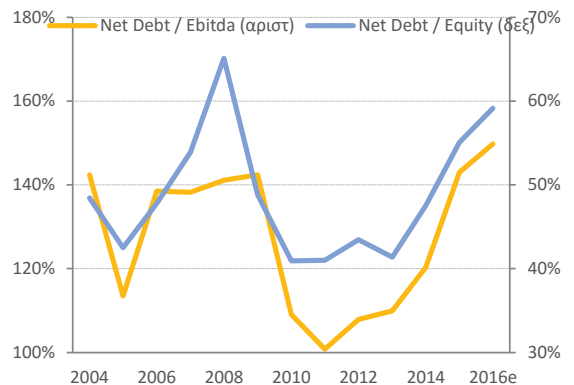
Η μικρή κεφαλαιοποίηση (S&P600) κινήθηκε αντίστοιχα με την κύρια αγορά στη διάρκεια του Β' τριμήνου (3,1% έναντι 1,9%) και διατήρησε την υπεραπόδοσή του από τις αρχές του έτους.

**Η προτίμησή μας στη μικρή κεφαλαιοποίηση έναντι της μεγάλης διατηρείται,** καθώς επωφελείται από τον εγχώριο προσανατολισμό της, με την ιδιωτική κατανάλωση στις ΗΠΑ να κινείται ικανοποιητικά και την ανατίμηση του δολαρίου να μην επηρεάζει σημαντικά τις πωλήσεις της.

Η κερδοφορία και οι πωλήσεις της μικρής κεφαλαιοποίησης (S&P600) αναμένεται να ενισχυθούν με υψηλότερους ρυθμούς έναντι του S&P500 (8,9% και 5,4% έναντι 1% και 3%). Σε επίπεδο αποτιμήσεων, ο S&P600 έχει Last12mP/E 18,9x, όσο δηλαδή και ο μέσος όρος 10ετίας, ενώ ο S&P 500 διαπραγματεύεται υψηλότερα από τον ιστορικό μέσο 10ετίας. Αντιστοίχως, η μικρή κεφαλαιοποίηση είναι πιο ελκυστική έναντι του S&P500 σε όρους EV/Ebitda.

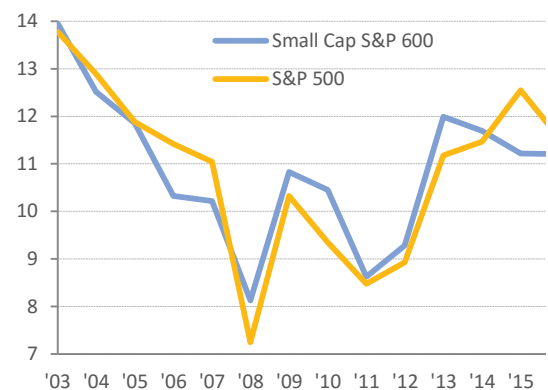
Ο περιορισμός των επαναγορών ιδίων μετοχών και των μερισμάτων είναι πιθανόν να επηρεάσει λιγότερο τον S&P600 από τον

**ΓΡΑΦΗΜΑ 55**  
Δείκτες μόχλευσης S&P500



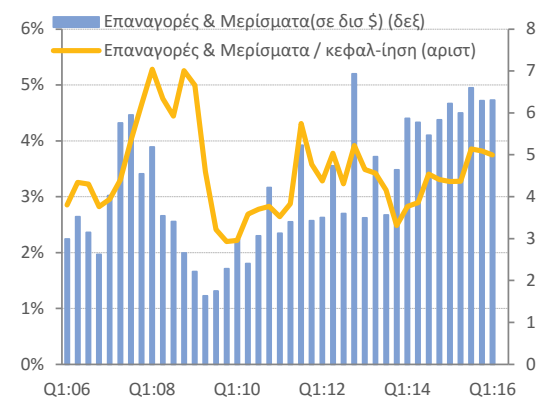
Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

**ΓΡΑΦΗΜΑ 56**  
EV / Ebitda S&P600 Small Cap vs S&P500 (ex financials)



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

**ΓΡΑΦΗΜΑ 57**  
S&P600: Επαναγορές & μερίσματα ως προς κεφαλαιοποίηση



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική





S&P500. Το ποσόν που διατέθηκε το Q1:16 από εταιρείες του S&P600 ανήλθε στα \$6,3δισ, 4,9% υψηλότερα από τον μέσο όρο της περιόδου Q1:14-Q4:15, έναντι 10,5% που είναι το αντίστοιχο ποσοστό για τον S&P500.

### Κλάδοι: Κερδισμένοι οι αμυντικοί κλάδοι αλλά ακριβοί

Οι περισσότεροι κλάδοι στις ΗΠΑ ενισχύθηκαν στη διάρκεια του Β' τριμήνου, με τον κλάδο ενέργειας να καταγράφει τα υψηλότερα κέρδη λόγω ενίσχυσης της τιμής του πετρελαίου και τους επενδυτές να διατηρούν το ενδιαφέρον τους στους αμυντικούς κλάδους (κοινή ωφέλεια, τηλεπικοινωνίες, υγεία, μη κυκλικά προϊόντα). Στον αντίποδα, η τεχνολογία κατέγραψε τις μεγαλύτερες απώλειες, καθώς τα αποτελέσματα Α' τριμήνου για Apple και Alphabet ήταν χαμηλότερα των προσδοκιών της αγοράς.

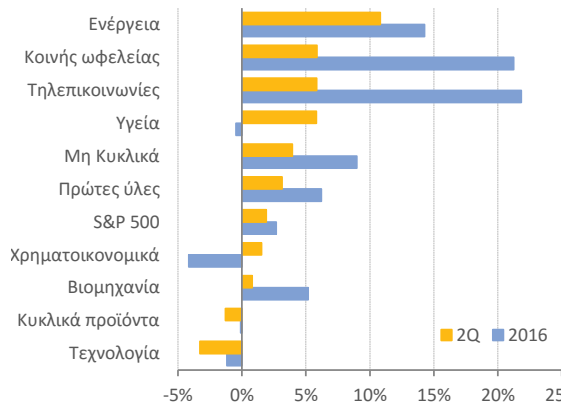
Το επενδυτικό ενδιαφέρον επικεντρώνεται στα αποτελέσματα Β' τριμήνου, όπου αναμένεται 6 στους 10 κλάδους να παρουσιάσουν μείωση κερδοφορίας (ενέργεια -79%, πρώτες ύλες -11%, χρηματοοικονομικά και τεχνολογία -5,5%, μη κυκλικά -3,6% και τηλεπικοινωνίες -1%) ενώ στον αντίποδα τα κυκλικά προϊόντα και η βιομηχανία αναμένεται να παρουσιάσουν τη μεγαλύτερη αύξηση κερδοφορίας (8,4% και 4,6% αντίστοιχα) και ακολουθούν υγεία (+3,4%) και κοινή ωφέλεια (+1,2%). Σε επίπεδο πωλήσεων, οι τηλεπικοινωνίες, τα κυκλικά προϊόντα, η τεχνολογία και η υγεία αναμένεται να παρουσιάσουν την μεγαλύτερη αύξηση (21%, 8,6%, 7,1%, 6,1% αντίστοιχα) ενώ ενέργεια και πρώτες ύλες αναμένεται να έχουν τη μεγαλύτερη μείωση πωλήσεων (-25% και -6% αντίστοιχα).

Το επόμενο διάστημα θα συνεχιστεί η διαφοροποίηση των αποδόσεων μεταξύ των κλάδων, όπου το alpha θα εξαρτηθεί από την κλαδική κατανομή. Στο γράφημα παρατίθενται οι κλαδικές επιλογές, όπως αυτές προκύπτουν από την ποσοτική ανάλυση που διενεργείται βάσει του Piraeus Equity Screening Model. Για την αξιολόγηση των κλάδων χρησιμοποιούνται ιστορικά στοιχεία και εκτιμήσεις για θεμελιώδη, αποτιμήσεις, τεχνική ανάλυση και consensus αγοράς.

Οι δύο κύριες επιλογές μας σε κλαδικό επίπεδο παραμένουν η **υγεία** και τα **κυκλικά προϊόντα**, καθώς είχαν από τους υψηλότερους ρυθμούς αύξησης EPS και πωλήσεων το Α' τρίμηνο, ενώ αναμένεται να διατηρήσουν τη δυναμική τους και το ερχόμενο τρίμηνο. Παράλληλα, σύμφωνα με το consensus της αγοράς, οι δύο κλάδοι αναμένεται ότι θα έχουν από τους υψηλότερους ρυθμούς αύξησης πωλήσεων, EPS και μερίσματος το 2016 ενώ η μόχλευση τους σε όρους NetDebt/Ebitda είναι από τους χαμηλότερους μεταξύ των κλάδων.

### ΓΡΑΦΗΜΑ 58

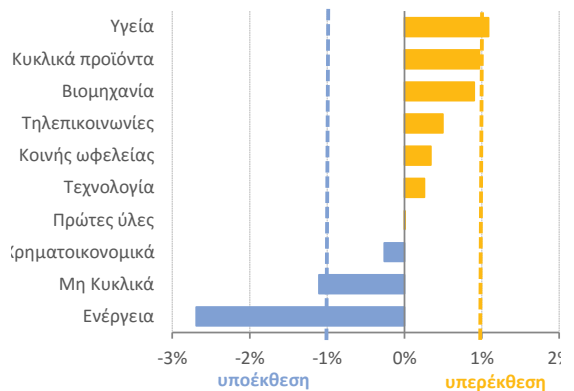
Αποδόσεις επιμέρους κλάδων S&P500



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 59

Κλαδικές επιλογές στις ΗΠΑ



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

### ΠΙΝΑΚΑΣ 6

Εκτιμήσεις για το 2016 στους κύριους κλάδους του S&P500

Κλάδος	μτβ %			P/E	P/BV	D/Y	EV/Ebitda	ROE	N.Debt/Ebitda
	πωλ.	EPS	μερ.						
Κυκλικά Προϊόντα	8%	12%	8%	18,8	9,2	1,6%	12,7	25%	0,92
Financials	-	-2%	10%	17,7	2,1	2,3%	-	11%	-
Τεχνολογία	8%	2%	12%	19,4	4,9	1,4%	11,1	25%	-1,24
Βιομηχανία	1%	9%	8%	18,5	5,9	2,4%	11,1	33%	1,11
Υγεία	7%	8%	9%	17,9	4,6	1,7%	12,7	26%	0,78
Μη Κυκλ. Πρ	1%	0%	7%	22,8	9,0	2,5%	14,3	40%	1,78
Ενέργεια	-17%	-38%	-6%	30,5	2,3	2,8%	13,1	2%	2,13
Κ. Ωφέλεια	3%	3%	6%	19,1	2,1	3,4%	10,5	11%	4,34
Πρ. Υλες	-2%	1%	6%	20,7	5,4	2,2%	10,3	29%	1,73
Τηλ/νωνίες	5%	2%	2%	15,1	2,0	4,3%	7,2	13%	2,28

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική



Ο κλάδος της **βιομηχανίας** έχει να επιδείξει εκτιμήσεις για υψηλούς ρυθμούς αύξησης EPS και μερίσματος το 2016, με τη μερισματική απόδοση να διαμορφώνεται σε επίπεδα υψηλότερα της αγοράς, υψηλό ROE και ικανοποιητικά ταμειακά διαθέσιμα, τα οποία αντιστοιχούν στο 9,8% της κεφαλαιοποίησης του κλάδου.

Η υψηλή μερισματική απόδοση της **κοινής ωφέλειας** και των **τηλεπικοινωνιών** καθιστούν τους κλάδους ιδιαίτερα ελκυστικούς σε μια περίοδο όπου τα επιτόκια είναι χαμηλά και το ενδεχόμενο αύξησης των επιτοκίων απομακρύνεται. Στις τηλεπικοινωνίες, το γεγονός ότι ο κλάδος αποτελεί μόλις το 2,7% της συνολικής κεφαλαιοποίησης του S&P500 και ότι οι εταιρείες AT&T και Verizon το 93% του κλάδου λειτουργεί αποτρεπτικά, ενώ στην κοινή ωφέλεια μας προβληματίζει πως ο κλάδος διαπραγματεύεται με το υψηλότερο Last12mP/E της τελευταίας 20ετίας, ενώ το momentum της κερδοφορίας του είναι ιδιαίτερα αρνητικό σε σχέση με την ιστορία του.

Στον **χρηματοοικονομικό κλάδο**, η Fed ενέκρινε την αύξηση του ποσού που διατίθεται από τις τράπεζες για επαναγορές ιδίων μετοχών και μερίσματα. Ο αντίκτυπος θα είναι θετικός καθώς το payout ratio του κλάδου είναι από τα χαμηλότερα της αγοράς. Ωστόσο, το payout ratio βασίζεται στην κερδοφορία του κλάδου, η οποία πιέζεται από τη μείωση της κλίσης των καμπυλών 10ετίας και 2ετίας.

Στην **τεχνολογία**, τα χαμηλότερα των εκτιμήσεων αποτελέσματα για κερδοφορία και πωλήσεις στη διάρκεια του τριμήνου έχουν χαμηλώσει τις εκτιμήσεις για τους ρυθμούς ανάπτυξης το 2016 σε 8% για τις πωλήσεις και 2% για το EPS. Στα θετικά του κλάδου, τα ισχυρά θεμελιώδη (χαμηλή μόχλευση, υψηλή ρευστότητα).

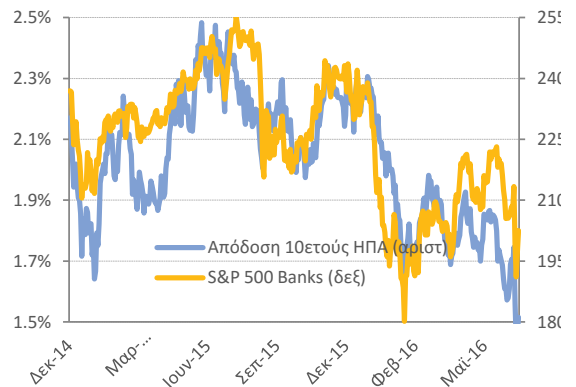
Οι ενδείξεις για τον **κλάδο πρώτων υλών** δεν είναι θετικές καθώς οι αποτιμήσεις (P/E, EV/Ebitda) είναι σε υψηλά 10ετίας, το momentum της κερδοφορίας είναι αρνητικό και η ποιότητα των ισολογισμών επιδεινώνεται. Παράλληλα, ο κλάδος έχει συσχέτιση με την πορεία της κινεζικής οικονομίας, η οποία επιβραδύνεται.

Τα **μη κυκλικά προϊόντα** είναι, σε επίπεδο αποτιμήσεων, ένας ακριβός κλάδος, με τις εκτιμήσεις για το 2016 να συγκλίνουν σε πτώση κερδοφορίας για δεύτερη κατά σειρά χρονιά οριακή αύξηση πωλήσεων, με τους δείκτες μόχλευσης να διαμορφώνονται σε υψηλά 10ετίας (για το 2016, το NetDebt/Equity διαμορφώνεται σε 0,69x).

Διατηρούμε αρνητική θέση στον κλάδο **ενέργειας** καθώς αυξάνονται οι ανησυχίες σχετικά με την ικανότητα εταιρειών του κλάδου να χειριστούν το χρέος τους. Είναι πιθανόν η δυσχέρεια εταιρειών του κλάδου να επιβιώσουν να οδηγήσει σε M&As, διαμορφώνεται, ωστόσο, εικόνα επιδείνωσης των ισολογισμών, ζημιών σε

## ΓΡΑΦΗΜΑ 60

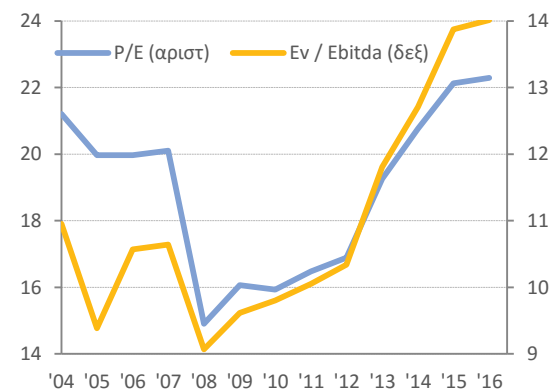
Τραπεζικός κλάδος και απόδοση 10ετούς ΗΠΑ



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

## ΓΡΑΦΗΜΑ 61

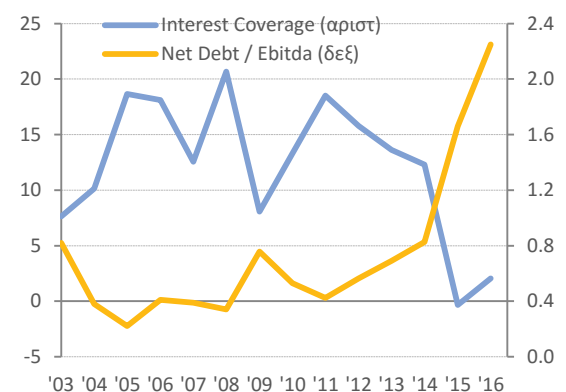
Δείκτες αποτιμήσεων στα μη κυκλικά προϊόντα



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

## ΓΡΑΦΗΜΑ 62

Δείκτες μόχλευσης στον κλάδο ενέργειας



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

αρκετές εταιρείες και ακριβών αποτιμήσεων, που δικαιολογεί την τρέχουσα συγκυρία.

## 5.2 Ευρωζώνη: Υποβάθμιση σε Υποεπενδεδυμένη θέση

Οι μετοχές υποχώρησαν και το Β' τρίμηνο του 2016, καθώς το αποτέλεσμα του Brexit δημιούργησε σημαντικές πιέσεις στις μετοχικές αγορές, με αποτέλεσμα οι επιμέρους δείκτες να απολέσουν τα κέρδη που κατέγραφαν μέχρι την ημέρα του δημοψηφίσματος.

Η μετοχική αγορά στην Ιταλία συνέχισε να έχει τις μεγαλύτερες απώλειες στο τρίμηνο, με τις απώλειες για τον τραπεζικό κλάδο να ξεπερνούν το 30% καθώς οι επενδυτές προβληματίζονται σχετικά με την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών, ενώ Ιταλία και Γερμανία αντιμάχονται σχετικά με το ορισμό του χρόνου εφαρμογής του ευρωπαϊκού κανόνα για την αναδιάρθρωση των τραπεζών (BRRD). Στην Ισπανία, η εικόνα δεν διαφοροποιήθηκε, με τον τραπεζικό κλάδο να υποχωρεί πάνω από 15%, καθώς η Banco Popular Espanol ανακοίνωσε ότι θα προχωρήσει σε αύξηση μετοχικού κεφαλαίου, ενώ οι θυγατρικές των Banco Santander και Deutsche Bank δεν πέρασαν τα stress tests της Fed. Στη Γερμανία, η μετοχική αγορά βρέθηκε υπό πίεση λόγω της εμπορικής σχέσης με τη Μεγάλη Βρετανία.

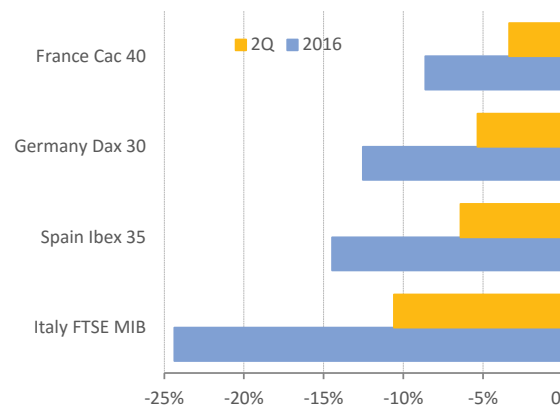
Η απόφαση για Brexit ήταν ο αρνητικός καταλύτης για την πτώση των μετοχικών αγορών. Σε επίπεδο δεικτών, το 8% των πωλήσεων των εταιρειών του Dax30 πραγματοποιείται στο Ηνωμένο Βασίλειο, ενώ για τους δείκτες Cac40, Ibex35 και FTSE MIB το ποσοστό διαμορφώνεται, αντιστοίχως, σε 6,1%, 7,0% και 1,9% (πηγή FactSet). Η υλοποίηση του Brexit θα επηρεάσει αρνητικά την οικονομία της Ευρωζώνης, με τους κινδύνους για την ανάπτυξη να αυξάνονται λόγω των πολιτικών εξελίξεων στην περιφέρεια, της ενίσχυσης των εθνικιστικών τάσεων (και των αποσχιστικών απόψεων) και της αυξημένης μεταβλητότητας στις χρηματιστηριακές αγορές.

Η επιθετική πολιτική νομισματικής χαλάρωσης της ΕΚΤ διατηρείται και στοχεύει στη δημιουργία συνθηκών τόνωσης της οικονομίας και βελτίωσης της εταιρικής κερδοφορίας. Τα τελευταία στοιχεία για την οικονομία δείχνουν τάσεις σταθεροποίησης, με τους κινδύνους να παραμένουν προς τα κάτω. Οι ευρύτερες ανησυχίες έχουν οδηγήσει διεθνή κεφάλαια που έχουν επενδύσει σε ευρωπαϊκά Α/Κ να αναζητήσουν αλλού επενδυτικές ευκαιρίες, με αποτέλεσμα την αύξηση των εκροών.

Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2016 συνεχίζουν να αναθεωρούνται πτωτικά, παρ' όλο που οι συνθήκες δεν είναι ιδιαίτερα αρνητικές (υποτίμηση ευρώ, μείωση κόστους δανεισμού και παρα-

## ΓΡΑΦΗΜΑ 63

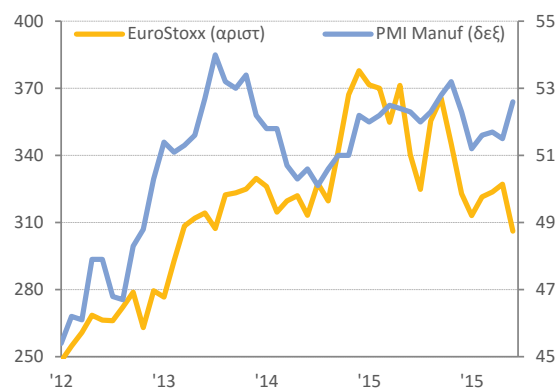
Αποδόσεις κυριότερων αγορών Ευρωζώνης



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

## ΓΡΑΦΗΜΑ 64

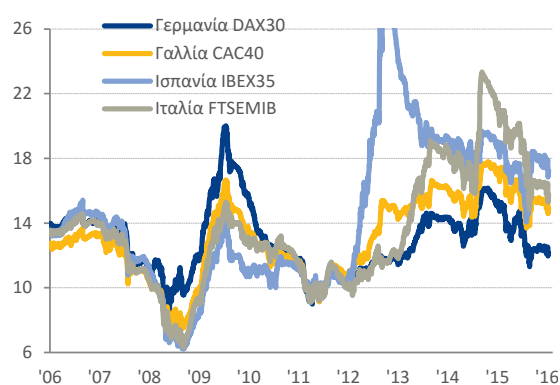
Ευρωζώνη: PMI μεταποίησης & EuroStoxx



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

## ΓΡΑΦΗΜΑ 65

Last12m P/E για επιμέρους μετοχικές αγορές στην Ευρωζώνη



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

γωγής). Η αναθεώρηση είναι σαφώς πιο έντονη για Ιταλία και Ισπανία, και λιγότερο σε Γερμανία και Γαλλία.

Σε επίπεδο αποτιμήσεων, οι αγορές στην Ευρωζώνη διαπραγματεύονται σε υψηλότερα επίπεδα έναντι του μέσου 10ετίας. Σε όρους Last12mP/E, οι μετοχικές αγορές σε Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία είναι 15%-20% υψηλότερα από τον ιστορικό μέσο 10ετίας ενώ, αντιθέτως, ο γερμανικός Dax διαπραγματεύεται φθηνότερα κατά 6%.

Στις επιμέρους περιοχές διατηρούμε την προτίμησή μας στον Dax30, καθώς οι αποτιμήσεις προσφέρουν μαξιλάρι ασφαλείας σε επερχόμενες πτωτικές αναθεωρήσεις της κερδοφορίας, απόρροια παραγόντων όπως είναι η έκθεση των γερμανικών εταιρειών στο Ηνωμένο Βασίλειο, η επιβράδυνση της Κίνας (10% των συνολικών πωλήσεων), το υψηλό πρόστιμο στη Volkswagen για το σκάνδαλο στις ΗΠΑ. Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση σε Ιταλία και Ισπανία οι οποίες είναι ακριβές, με πτωτικό momentum κερδοφορίας και με τραπεζικό κλάδο που είναι αρκετά πιθανόν να χρειαστεί ανακεφαλαιοποίηση.

Οι εξελίξεις στη Μεγάλη Βρετανία έφεραν στο προσκήνιο τον τραπεζικό κλάδο, με τις μετοχές του κλάδου να δέχονται σημαντικές πιέσεις και τα ασφάλιστρα κινδύνου να ενισχύονται. **Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στον τραπεζικό κλάδο της Ευρωζώνης**, καθώς οι τελευταίες εξελίξεις ενισχύουν το ενδεχόμενο για αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου στον κλάδο.

Η πολιτική της ΕΚΤ θα περιορίζει τις αποσταθεροποιητικές τάσεις στην αγορά, ωστόσο τα αρνητικά είναι αρκετά και αποκτούν μεγαλύτερη βαρύτητα στις απόψεις μας. **Μειώνουμε την έκθεσή μας στην Ευρωζώνη και υιοθετούμε υποεπενδεδυμένη θέση από ουδέτερη.**

### 5.3 Ιαπωνία: Ουδέτερη θέση

Ο δείκτης Nikkei225 υποχώρησε 7,1% στη διάρκεια του τριμήνου, καταγράφοντας τις μεγαλύτερες απώλειες μεταξύ των κυριότερων αγορών. Αν, ωστόσο, ξεετάσουμε τις αποδόσεις σε EUR και USD (unhedged), τότε ο δείκτης έχει ενισχυθεί 4,15% και 1,33% αντίστοιχα.

Η αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές και η ενίσχυση της αβεβαιότητας έχουν στρέψει το επενδυτικό ενδιαφέρον προς το ιαπωνικό νόμισμα. Η ραγδαία ενίσχυσή του πλήττει σημαντικά την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών, δυσχεραίνοντας περαιτέρω την πορεία της ιαπωνικής οικονομίας, δημιουργώντας πτωτικό momentum στην εταιρική κερδοφορία. Οι εκτιμήσεις για την κερδο-

### ΠΙΝΑΚΑΣ 7

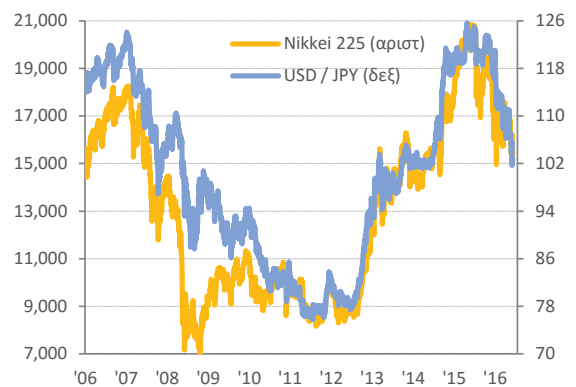
Εκτιμήσεις για το 2016 στις κύριες αγορές Ευρωζώνης

	μτβ %			P/E	P/BV	D/Y	EV/Ebitda	ROE	N.Debt/Ebitda
	πωλ.	EPS	μερ.						
Dax 30	2%	2%	7%	14,5	2,0	3,0%	7,8	15%	0,93
Cac 40	2%	-7%	4%	16,1	1,8	4,0%	9,3	11%	1,17
Spain	2%	18%	7%	16,8	2,8	4,1%	10,8	15%	1,80
Italy	-2%	8%	9%	14,2	1,4	4,5%	7,6	8%	1,80
Euro stoxx	1%	-2%	6%	17,2	2,4	3,6%	9,8	13%	1,31

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 66

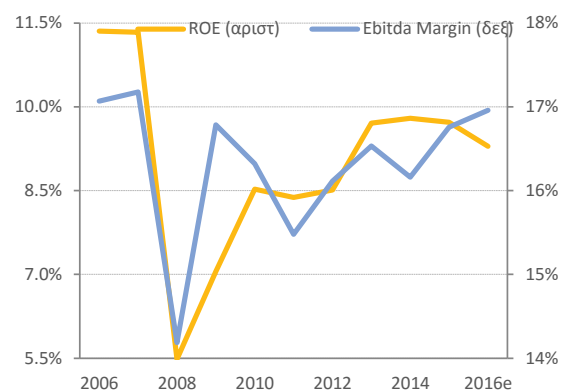
Πορεία Nikkei225 και ισοτιμία USD/JPY



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 67

Δείκτες αποδοτικότητας και περιθωρίων κέρδους



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική



φορία του 2016 διαμορφώνονται σε υποχώρηση 3%, έναντι αύξησης 3% που αναμένονταν το προηγούμενο τρίμηνο.

Η επιδείνωση του macro περιβάλλοντος και οι πτωτικές αναθεωρήσεις στα κέρδη αντισταθμίζονται από τις ικανοποιητικές αποτιμήσεις που είναι χαμηλότερες από τους μέσους όρους 10ετίας, την ανοδική τάση των περιθωρίων κέρδους και των δεικτών αποδοτικότητας, ως απόρροια του περιορισμού του λειτουργικού κόστους.

Παράλληλα, η ποιότητα των ισολογισμών των εταιρειών βελτιώνεται, καθώς οι εταιρείες επιθυμούν να ενισχύσουν την ελκυστικότητά, ενσωματώνοντας στη λειτουργία τους νέους κανόνες εταιρικής διακυβέρνησης, ώστε οι μετοχές τους να περιληφθούν σε χαρτοφυλάκια θεσμικών (π.χ. ασφαλιστικό ταμείο GPIF) και ιδιωτών. Η εταιρική μόχλευση διαμορφώνεται σε χαμηλά 10ετίας, το ποσόν που διατίθεται για επαναγορές ιδίων μετοχών και μερίσματα κινείται σε ιστορικά υψηλά, με δυνατότητα για περαιτέρω αύξηση, ενώ τα ταμειακά διαθέσιμα έχουν αυξηθεί και διαμορφώνονται στο 24% της συνολικής κεφαλαιοποίησης, υψηλότερα από τον αντίστοιχο δείκτη σε S&P500 και EuroStoxx.

Στο πλαίσιο αυτό, **διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στην Ιαπωνία**, αλλά αλλάζουμε την έκθεση μας σε hedged, καθώς αναμένουμε να περιοριστεί ο ρυθμός ανατίμησης του γιεν.

#### 5.4 Αναδυόμενες Αγορές: Αναβάθμιση σε Υπερεπενδεδυμένη θέση

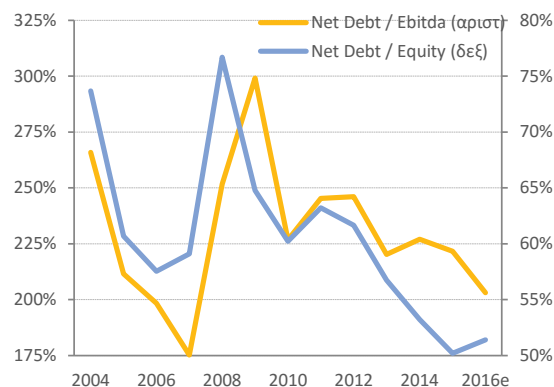
Ο δείκτης αναδυόμενων αγορών MSCIEM(\$)<sup>1</sup> υποχώρησε οριακά στη διάρκεια του Β' 3μήνου (-0,32%), περιορίζοντας τα κέρδη από τις αρχές του έτους στο 5,03%. Στις επιμέρους αγορές, Ινδία (+6,5%), Βραζιλία (+2,9%) και Ρωσία (+6,2%) κατέγραψαν κέρδη, ενώ ο δείκτης Shanghai CSI300 υποχώρησε 1,99%. Τα κέρδη είναι υψηλότερα για τους επενδυτές με νόμισμα βάσης το USD, λόγω της ανατίμησης επιμέρους νομισμάτων στις αναδυόμενες αγορές, όπου ξεχωρίζει ο Bovespa με απόδοση 15,2%.

Οι αναδυόμενες αγορές περιόρισαν στη διάρκεια του 2016 την υποαπόδοση τους έναντι των αναπτυσσόμενων στο 64%, για την περίοδο Οκτωβρίου 2010 μέχρι σήμερα. Οι εκροές, ωστόσο, από αμοιβαία κεφάλαια που επενδύουν στην ευρύτερη περιοχή διατηρούνται για τέταρτη συνεχόμενη χρονιά, παρά την πρόσφατη ενίσχυση των μετοχικών αγορών.

Αναγνωρίζοντας το ρίσκο να πρόκειται για value trap, θεωρούμε ότι οι αναδυόμενες αγορές συγκεντρώνουν ελαφρώς καλύτερα χαρακτηριστικά από τις αναπτυσσόμενες αγορές, γεγονός που μας οδηγεί σε αναθεώρηση της θέσης μας **σε υπερεπενδεδυμένη από ουδέτερη**.

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 68

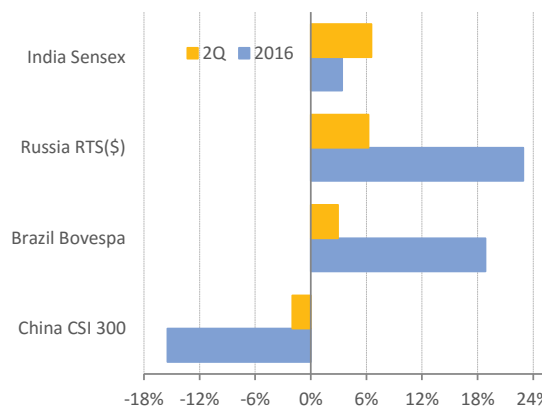
Nikkei225: Δείκτες μόχλευσης



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 69

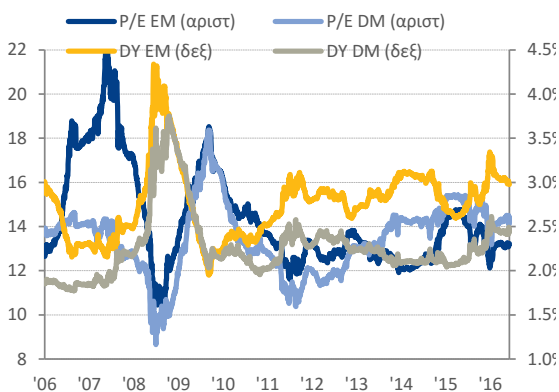
Αποδόσεις κυριοτέρων αναδυόμενων αγορών



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 70

Δείκτες αποτίμησης MSCI EM και MSCI Κόσμος (Last 12m)



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική



Η αύξηση της μεταβλητότητας και της αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές, σε συνδυασμό, είναι αρκετά πιθανόν να αποτρέψουν τη Fed να αυξήσει τα επιτόκια στο επόμενο διάστημα, γεγονός που θα λειτουργήσει ευεργετικά για τις αναδυόμενες αγορές.

Η οικονομική αβεβαιότητα στην Κίνα, η πολιτική και γεωπολιτική ανησυχία σε Βραζιλία και Ρωσία δημιουργούν επιφυλακτικότητα. Το θετικό momentum, ωστόσο, έστω και προσωρινό, στις αναδυόμενες αγορές, σε συνδυασμό με τις πιο ελκυστικές αποτιμήσεις, δημιουργούν τις προϋποθέσεις προκειμένου η αγορά να καταγράψει καλύτερη πορεία από τις αναπτυσσόμενες.

Οι τρέχουσες αποτιμήσεις προεξοφλούν αρκετά αρνητικά και είναι πιο ελκυστικές από τις αναπτυσσόμενες αγορές αλλά και από τους ιστορικούς μέσους σε όρους Last12mP/E, P/BV και DY. Παραμένει ανησυχητικό το γεγονός ότι η αποδοτικότητα ιδίων κεφαλαίων (ROE) στις αναδυόμενες αγορές αναμένεται να διαμορφωθεί το 2016 σε χαμηλότερα επίπεδα από τον αντίστοιχο δείκτη στις αναπτυσσόμενες (11,55% έναντι 11,75%), γεγονός που συμβαίνει για πρώτη φορά την τελευταία 10ετία.

Στις επιμέρους περιοχές διατηρούμε την **υπερεπενδεδυμένη** θέση στην Ινδία, παραμένουμε **ουδέτεροι** στη Ρωσία και **υποεπενδεδυμένοι** σε Βραζιλία και Κίνα.

#### Κίνα: Υποεπενδεδυμένη θέση

Η μετοχική αγορά υποχώρησε για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο (-1,99%), σε αντίθεση με τις υπόλοιπες αναδυόμενες αγορές.

Η κινεζική οικονομία δείχνει σημάδια σταθεροποίησης, ωστόσο οι ανησυχίες εντείνονται καθώς το επενδυτικό ενδιαφέρον εστιάζει στην ιδιαίτερα υψηλή μόχλευση των εταιρειών, στην ανοδική τάση του ποσοστού των χρεοκοπιών και στα ιδιαίτερα χαμηλά NPLs που έχουν καταγράψει οι τράπεζες.

Κεντρική τράπεζα και κυβέρνηση εξακολουθούν να παρεμβαίνουν για την βελτίωση του κλίματος στην οικονομία και στη χρηματαγορά, αλλά η επενδυτική εμπιστοσύνη είναι σε χαμηλά επίπεδα και οι εκροές κεφαλαίων διατηρούνται. Ο MSCI δεν συμπεριέλαβε τις κινεζικές εταιρείες στους δείκτες του, ενώ στην αγορά συναλλάγματος η ενίσχυση του γουάν μειώνει την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών.

Οι εταιρείες που περιλαμβάνονται στον δείκτη Shanghai CSI300 αναμένεται να παρουσιάσουν πτώση κερδοφορίας 3,4%, με την κερδοφορία του κλάδου των financials να μειώνεται 2%, παρ' ότι η οικονομία αναπτύσσεται με υψηλούς ρυθμούς, καθώς οι εκτιμήσεις συγκλίνουν σε αύξηση των NPLs το επόμενο διάστημα.

#### ΠΙΝΑΚΑΣ 8

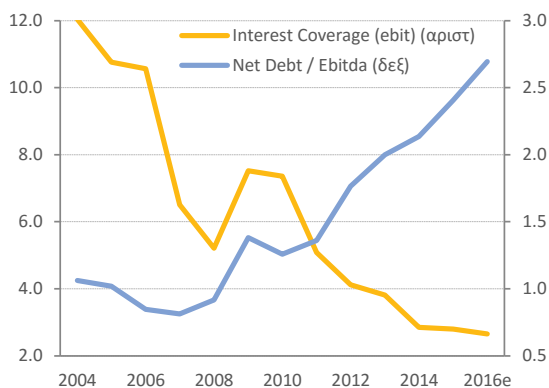
Εκτιμήσεις για το 2016 στις κύριες αναδυόμενες αγορές

	μτβ %			P/E	P/BV	D/Y	EV/Ebitda	ROE	N.Debt/Ebitda
	πωλ.	EPS	μερ.						
Κίνα	7%	-3%	-1%	15,8	2,0	2,7%	14,5	12%	1,03
Ινδία	11%	10%	24%	19,5	3,6	1,7%	11,7	19%	0,07
Βραζιλία	5%	61%	2%	17,2	3,0	3,1%	9,9	18%	1,71
Ρωσία	-4%	-12%	12%	7,7	1,3	4,1%	5,5	18%	1,25
<b>Αν. Αγορές</b>	<b>7%</b>	<b>9%</b>	<b>6%</b>	<b>16,0</b>	<b>2,3</b>	<b>2,8%</b>	<b>10,4</b>	<b>15%</b>	<b>0,83</b>

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 71

Shanghai Shenzhen CSI300: Δείκτες μόχλευσης



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

Παραμένουμε **υποεπενδεδυμένοι** στην Κίνα, καθώς είμαστε επιφυλακτικοί για τις κρατικές παρεμβάσεις που θα γίνουν με στόχο την τόνωση της οικονομίας, ενώ το momentum της εταιρικής κερδοφορίας είναι πτωτικό και η μόχλευση αρκετά υψηλή.

### Ινδία: Υπερεπενδεδυμένη θέση

Η μετοχική αγορά πραγματοποίησε τα υψηλότερα κέρδη μεταξύ των χωρών BRIC σε τοπικό νόμισμα, καθώς τα τελευταία macro στοιχεία δείχνουν τη θετική δυναμική της οικονομίας, με τον πληθωρισμό να διατηρείται κάτω από τον στόχο της κεντρικής τράπεζας, η οποία μειώνει τα επιτόκια, ως δείγμα εμπιστοσύνης στη μακροοικονομική σταθερότητα της Ινδίας.

Η εταιρική κερδοφορία, ο ρυθμός αύξησης πωλήσεων και μερισμάτων αναμένεται να διατηρηθούν στα υψηλότερα επίπεδα μεταξύ των μετοχικών αγορών παγκοσμίως, ενώ οι αποτιμήσεις διαμορφώνονται στους ιστορικούς μέσους 10ετίας και προεξοφλούν τη δυναμική της μετοχικής αγοράς.

Διατηρούμε την **υπερεπενδεδυμένη θέση** στην Ινδία, καθώς αναμένουμε υψηλούς ρυθμούς ανάπτυξης της οικονομίας, συνέχιση των μεταρρυθμίσεων και υψηλούς ρυθμούς αύξησης της κερδοφορίας.

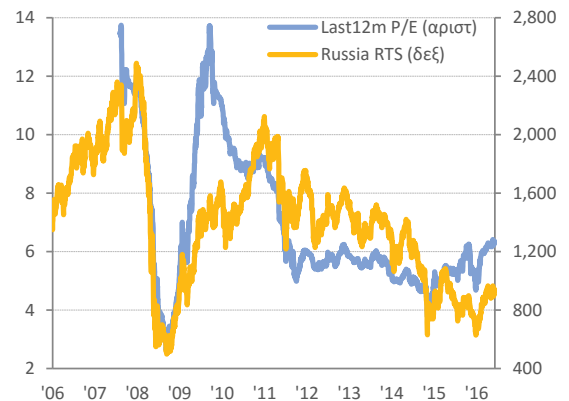
### Ρωσία: Ουδέτερη θέση

Η μετοχική αγορά της Ρωσίας ενισχύθηκε 6,2% στη διάρκεια του Β' τριμήνου, διευρύνοντας τα κέρδη από τις αρχές του έτους στο 23%. Η ενίσχυση της τιμής του, πετρελαίου σε συνδυασμό με την ανατίμηση του ρουβλίου, ο περιορισμός της ύφεσης της οικονομίας και η ομαλοποίηση των πολιτικών σχέσεων με δυτικές χώρες βοήθησαν στην ενίσχυση του RTS(\$).

Οι εκτιμήσεις συγκλίνουν σε μείωση EPS 14% το 2016, το οποίο είναι σαφώς χαμηλότερο από τον κλάδο ενέργειας σε Ευρώπη και ΗΠΑ, καθώς μεγάλο μέρος του κόστους παραγωγής στη Ρωσία είναι σε τοπικό νόμισμα. Σε επίπεδο αποτιμήσεων, η Ρωσία είναι η πλέον φθηνή αγορά, η πρόσφατη άνοδος, ωστόσο, έχει οδηγήσει τους επιμέρους δείκτες κοντά σε υψηλά 5αετίας. **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση.**

### ΓΡΑΦΗΜΑ 72

Πορεία δείκτη RTS(\$) και πετρελαίου



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική





### Βραζιλία: Υποεπενδεδυμένη θέση

Η μετοχική αγορά ενισχύθηκε σημαντικά για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο, με την απόδοση του Bovespa από την αρχή του έτους να διαμορφώνεται στο 18,9% ενώ τα κέρδη για τον δολαριακό επενδυτή διαμορφώνονται στο 47,6%.

Η ενίσχυση των προσδοκιών για αλλαγή σε πολιτικό επίπεδο, σε συνδυασμό με την ανάκαμψη της τιμής των εμπορευμάτων (και ανοδική αναθεώρηση των κερδών), την ανατίμηση του βραζιλιάνικου ρεάλ και τις εισροές σε μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια δημιούργησαν θετικό κλίμα. Η ενίσχυση του ρεάλ συνεχίζει να ανακουφίζει τις εταιρείες που το μεγαλύτερο μέρος του χρέους τους έχει εκδοθεί σε ξένο νόμισμα, γεγονός που αποτυπώνεται στη κερδοφορία τους, όπου οι εκτιμήσεις συγκλίνουν σε αύξηση 60% το 2016.

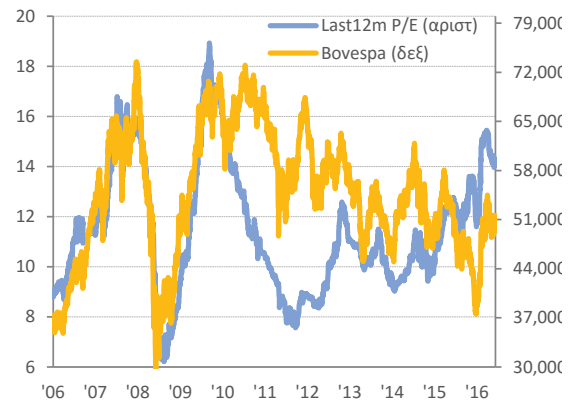
Ο Bovespa διαπραγματεύεται με Last12mP/E 14,7x και 3,8% μερισματική απόδοση, έναντι μέσου 10ετίας 11,4x και 3,7%, αντιστοίχως.

Δεν αγνοούμε, ωστόσο, ότι η οικονομία θα παραμείνει σε ύφεση για δεύτερο συνεχόμενο έτος, χωρίς να υπάρχουν βασίμες ενδείξεις ανάκαμψης, ενώ έχει υποβαθμιστεί στην κατηγορία μη επενδυτικής διαβάθμισης, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα και έχει μεγάλη εξάρτηση από την πορεία των εμπορευμάτων.

Τα παραπάνω μάς οδηγούν να διατηρήσουμε την υποεπενδεδυμένη θέση στη μετοχική αγορά της Βραζιλίας.

### ΓΡΑΦΗΜΑ 73

Πορεία δείκτη Bovespa και Last12m P/E



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

# 06

## ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Αναθεωρούμε τη θέση μας στο USDJPY σε ουδέτερη μετά το μεγάλο rally του γιεν. Παραμένουμε υπέρ του USD έναντι του EUR καθώς στη διαφοροποίηση της νομισματικής πολιτικής προστίθενται οι επιπτώσεις από το Brexit και η πολιτική αβεβαιότητα. Η στερλίνα θα παραμείνει υπό πίεση καθώς αναμένουμε μέτρα νομισματικής και πιθανόν δημοσιονομικής πολιτικής για την τόνωση της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου

### 6.1 EURUSD

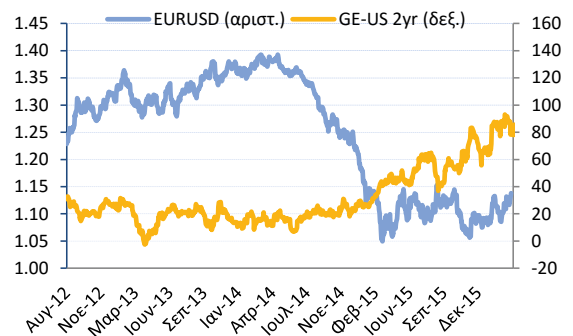
Πιστεύουμε πως η ισοτιμία EURUSD θα διανύσει μια περίοδο πιέσεων του ευρώ, καθώς η αγορά θα αποτιμά τις συνέπειες που θα έχει το Brexit στην οικονομία της Ευρωζώνης. Εκμεταλλευόμαστε ανοδικές κινήσεις πάνω από το 1,1250 για αγορά δολαρίου. Καθοδική διάσπαση του 1,0950 θα οδηγήσει την ισοτιμία στο 1,0820. Μεσοπρόθεσμος στόχος το 1,0550.

Η ΕΚΤ περιμένουμε να ανακοινώσει μέτρα επέκτασης της νομισματικής χαλάρωσης νωρίτερα από τον Μάρτιο του 2017, ώστε να περιορίσει τις συνέπειες της αποχώρησης του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωπαϊκή Ένωση, γεγονός που θα συμβάλει στην περαιτέρω εξασθένηση του ευρώ έναντι του δολαρίου. Επιπλέον, το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος στο Ηνωμένο Βασίλειο ενδέχεται να ενισχύσει τις φυγόκεντρες δυνάμεις στην Ευρωζώνη σε μια περίοδο που η κρίση στο ιταλικό τραπεζικό σύστημα μπορεί να δοκιμάσει την ανθεκτικότητα της Ένωσης.

Παρά την ήπια ρητορική της Fed το τελευταίο διάστημα, τα οικονομικά στοιχεία για την αμερικανική οικονομία παρουσιάζουν βελτίωση το τελευταίο διάστημα και οι συνέπειες του Brexit για τις ΗΠΑ αναμένεται να είναι μικρές. Μεσοπρόθεσμα, συνεχίζουμε να πιστεύουμε πως η διαφοροποίηση των ΗΠΑ σε όρους οικονομικής ανάπτυξης και νομισματικής πολιτικής σε σχέση με την Ευρώπη θα εξακολουθεί να προσφέρει στήριξη στο αμερικανικό νόμισμα. Εφόσον τα οικονομικά στοιχεία των ΗΠΑ συνεχίσουν να βελτιώνονται

### ΓΡΑΦΗΜΑ 74

Ισοτιμία EUR/USD & Διαφορά 2ετών αποδόσεων Γερμανίας-ΗΠΑ



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

το επόμενο διάστημα, πιστεύουμε ότι η Fed θα αφήσει ανοικτό το ενδεχόμενο αύξησης των επιτοκίων, μπορεί και τον Δεκέμβριο, κάτι που η αγορά δεν προεξοφλεί και μπορεί να οδηγήσει σε ισχυρή καθοδική πίεση της ισοτιμίας EUR/USD. Κίνδυνος στην πρόβλεψή μας αποτελεί νίκη του Donald Trump στις προεδρικές εκλογές των ΗΠΑ τον Νοέμβριο, αν και οι δημοσκοπήσεις δείχνουν τη Hillary Clinton να προηγείται.

## 6.2 USDJPY

Το γιεν έχει καταγράψει ραγδαία ενίσχυση από την αρχή του χρόνου με κέρδη 14%. Η ενίσχυση του γιεν οφείλεται στην αποστροφή προς τον κίνδυνο των επενδυτών και στην απομάκρυνση της προοπτικής αύξησης των επιτοκίων, καθώς η Fed έχει διατηρήσει μια ήπια ρητορική, περιμένοντας να δει τις επιπτώσεις του Brexit στην παγκόσμια οικονομία.

Αναθεωρούμε τη θέση μας στην ισοτιμία από υπέρ του γιεν σε ουδέτερη θέση, καθώς θεωρούμε ότι κίνηση της ισοτιμίας στην περιοχή κάτω του 99 θα αναγκάσει την ιαπωνική κυβέρνηση και την BoJ να επέμβουν, ώστε να εμποδίσουν την ανοδική πορεία του γιεν. Αναμένουμε την ιαπωνική κυβέρνηση, με αφορμή και τη νίκη στις εκλογές της Άνω Βουλής, να προωθήσει μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής καθώς η αποτελεσματικότητα των μέτρων νομισματικής πολιτικής έχει αποδειχθεί μικρή. Τα αδύναμα οικονομικά στοιχεία για τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη, και ειδικότερα το αδύναμο 2Q Tankan Report φέρνουν στο προσκήνιο τα δομικά προβλήματα της ιαπωνικής οικονομίας.

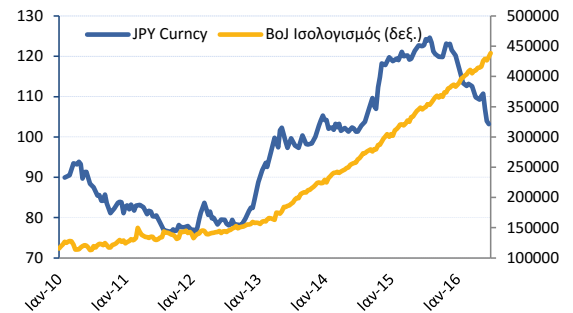
Επιπλέον, τα αρνητικά επιτόκια που επικρατούν σε αρκετές χώρες αμβλύνουν το επιτοκιακό μειονέκτημα του JPY και αποτρέπουν μεγάλα χαρτοφυλάκια, όπως αυτά των ασφαλιστικών ταμείων, να παρέχουν στήριξη στην ισοτιμία, καθώς θέλουν να αποφύγουν τα αρνητικά επιτόκια και να μειώσουν την έκθεσή τους σε συναλλαγματικό ρίσκο. Βραχυπρόθεσμα, πιστεύουμε ότι το γιεν θα επηρεαστεί από εξωτερικούς παράγοντες και κυρίως από τις συνέπειες του Brexit.

## 6.3 EURGBP

Η στερλίνα έχει υποχωρήσει 12% μετά το αποτέλεσμα του δημοψηφίσματος που έδειξε την επιθυμία των Βρετανών πολιτών να εξέλθουν από την Ευρωπαϊκή Ένωση. Πιστεύουμε ότι η ισοτιμία θα συνεχίσει την ανοδική της πορεία το επόμενο διάστημα, ωστόσο εκμεταλλευόμαστε την άνοδο για αγορά στερλίνας γύρω στο 0,90. Αναμένουμε η μεταβλητότητα να συνεχίσει να παραμένει σε υψηλά επίπεδα τους επόμενους μήνες.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 75

USDJPY και ισολογισμός BoJ



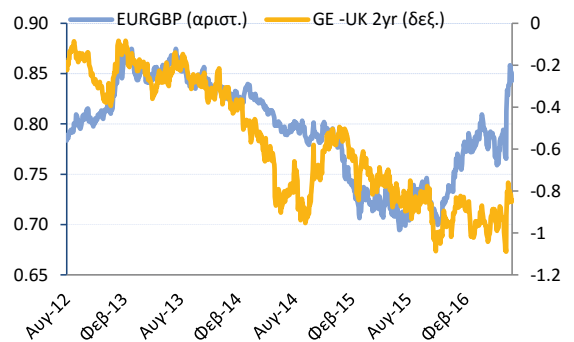
Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

Αναμένουμε τις επόμενες εβδομάδες ενδείξεις από την ΒοΕ για το είδος των μέτρων της νομισματικής χαλάρωσης που θα πάρει για την ενίσχυση της οικονομίας του Ηνωμένου Βασιλείου. Η πολιτική της ΒοΕ θα οδηγήσει τη στερλίνα χαμηλότερα, καθώς πιστεύουμε ότι θα μειωθούν τα επιτόκια τουλάχιστον μία φορά μέσα στο καλοκαίρι και θα ξαναρχίσει η αγορά ομολόγων τον Αύγουστο (50bn), κατά συνέπεια θα ασκηθούν σημαντικές πιέσεις στη στερλίνα, καθώς η αγορά δεν έχει προεξοφλήσει τις συνέπειες που μπορεί να έχει η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής της ΒοΕ. Επίσης, θεωρούμε ότι η έξοδος του Ηνωμένου Βασιλείου από την Ευρωζώνη θα συνεχίσει να αποτελεί κυρίαρχο θέμα στις αγορές τους επόμενους μήνες, δεδομένου ότι οι πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα θα ενταθεί.

Καθώς οι Ευρωπαίοι πολίτες κατέχουν την πλειονότητα των ακινήτων στο Ηνωμένο Βασίλειο εμπορικών ή μη, κινήσεις ρευστοποιήσεων και επαναπατρισμού των κεφαλαίων τους σε συνδυασμό με τις ρευστοποιήσεις μεγάλων χαρτοφυλακίων που δραστηριοποιούνται σε εμπορικά ακίνητα θα οδηγήσουν σε άνοδο του ευρώ έναντι της στερλίνας. Ένα μεγάλο πρόβλημα της βρετανικής οικονομίας έγκειται στο γεγονός ότι παρουσιάζει έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών που αντιστοιχεί σε 7% του ΑΕΠ και θα πρέπει να χρηματοδοτηθεί.

#### ΓΡΑΦΗΜΑ 76

Ισοτιμία EUR/GBP & Διαφορά 2ετών αποδόσεων Γερμανίας-Βρετανίας



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

# 07

## ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

Αναβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό σε θετική και διατηρούμε την ουδέτερη θέση στο πετρέλαιο.

### 7.1 Χρυσός

Ο χρυσός ενισχύθηκε σημαντικά στη διάρκεια του Β' 3μήνου και διαμορφώθηκε στα \$1.322 η ουγγιά, στο υψηλότερο σημείο της τελευταίας 2ετίας. Τα κέρδη στο τρίμηνο διαμορφώθηκαν στο 7,3% και πλέον το πολύτιμο μέταλλο καταγράφει κέρδη 24,6% από τις αρχές του έτους.

Η επενδυτική ζήτηση για το πολύτιμο μέταλλο αυξάνεται καθώς οι επενδυτές ανησυχούν για επιβράδυνση των οικονομιών παγκοσμίως ενώ ελαχιστοποιούνται οι πιθανότητες για αύξηση επιτοκίων από τη Fed στη διάρκεια του 2016. Το περιβάλλον πολύ χαμηλών και πτωτικών πραγματικών επιτοκίων ενισχύει την ελκυστικότητα του μετάλλου ενώ η απόφαση για Brexit αυξάνει την αβεβαιότητα.

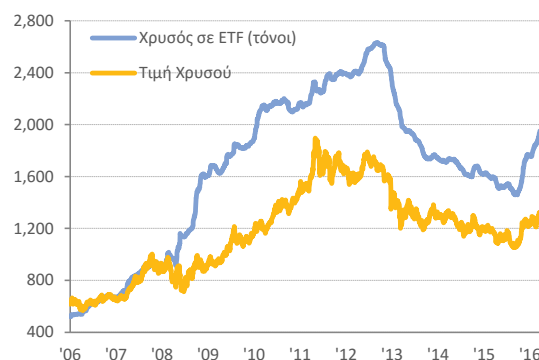
Πλέον, το σύνολο του χρυσού στα ETFs παγκοσμίως διαμορφώνεται στους 1.952 τόνους και διαμορφώνεται στο υψηλότερο σημείο από τον Σεπτέμβριο του 2013.

Στην αγορά παραγώγων, οι καθαρές θέσεις υπέρ του χρυσού έχουν ανέλθει στα 187 χιλ συμβόλαια (πηγή JPMorgan, report Ιουνίου) έναντι 117 χιλ συμβολαίων που διαμορφώνονται σύμφωνα με τον ιστορικό μέσο όρο.

Το τρέχον περιβάλλον ευνοεί τη ζήτηση για χρυσό. Η απότομη ενίσχυση του πολύτιμου μετάλλου διαμορφώνει τις προϋποθέσεις για αποκόμιση κερδών στο κοντινό μέλλον ωστόσο η τεχνική εικόνα του χρυσού (ανοδική διάσπαση του πτωτικού καναλιού από το

### ΓΡΑΦΗΜΑ 77

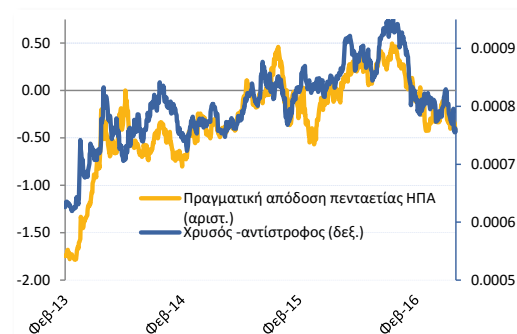
Τιμή χρυσού & τόνοι χρυσού σε ETFs



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

### ΓΡΑΦΗΜΑ 78

Τιμή χρυσού & πραγματικά επιτόκια δολαρίου



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

2011) προδιαθέτει για υψηλότερα επίπεδα. **Αυξάνουμε τη θέση μας σε θετική από ουδέτερη στον χρυσό.**

## 7.2 Πετρέλαιο

Από τον Φεβρουάριο που ανεκόπη η πτώση της τιμής του πετρελαίου και μέχρι τον Ιούνιο η τιμή του WTI κατέγραψε κέρδη έως και 95% και πλέον κινείται σταθεροποιητικά. Η παραγωγή και η ζήτηση δείχνουν σημεία σύγκλισης παρά την αποτυχία των πετρελαιοπαραγωγών χωρών να συμφωνήσουν σε «πάγωμα» της παραγωγής. Θετικά λειτούργησε η έως 5,9% υποτίμηση του USD αλλά και οι πρόσφατες διακοπές παραγωγής στον Καναδά και στη Νιγηρία.

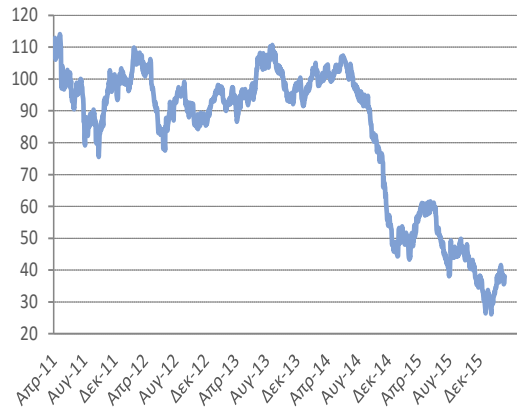
Η παραγωγή (ΟΠΕΚ και εκτός ΟΠΕΚ) έχει μειωθεί 1,6% από τα υψηλά του Νοεμβρίου 2015. Εν τω μεταξύ, ο αριθμός των εν ενεργεία πετρελαιοπηγών στις ΗΠΑ συνεχίζει να μειώνεται και διαμορφώνεται στα επίπεδα του 1999. Σε χαμηλά ιστορικά επίπεδα κινείται η πλεονάζουσα πετρελαιοπαραγωγική δυναμικότητα (2,8 εκατ. βαρέλια/μέρα) με την Σαουδική Αραβία να αντλεί 10,2 εκατ. βαρέλια ημερησίως.

Από την άλλη, η ζήτηση πετρελαίου αυξήθηκε κατά 1,6 εκατ. βαρέλια/μέρα το 1ο τρίμηνο του 2016 συγκριτικά με τον μέσο όρο 10ετίας (1 εκατ. βαρέλια/μέρα). Η βελτίωση των δεικτών μεταποίησης στις ΗΠΑ και στην Κίνα είναι πιθανόν να τονώσουν περαιτέρω τη ζήτηση τους επόμενους μήνες. Ωστόσο, τα αποθέματα του ΟΟΣΑ είναι περίπου 15% υψηλότερα από τον μέσο όρο 5αετίας, αν και δείχνουν σημάδια επιβράδυνσης. Εξαίρεση αποτελούν τα αποθέματα στις ΗΠΑ τα οποία αυξάνονται σε νέα ιστορικά υψηλά.

Με βάση οικονομετρική μελέτη του τμήματος Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής, η δίκαιη τιμή του πετρελαίου κυμαίνεται κοντά στα \$74, συμπεριλαμβανομένης της κερδοσκοπίας, ενώ αν εξαιρέσουμε τις κερδοσκοπικές θέσεις η δίκαιη τιμή διαμορφώνεται στα \$45,9/βαρέλι.

## ΓΡΑΦΗΜΑ 79

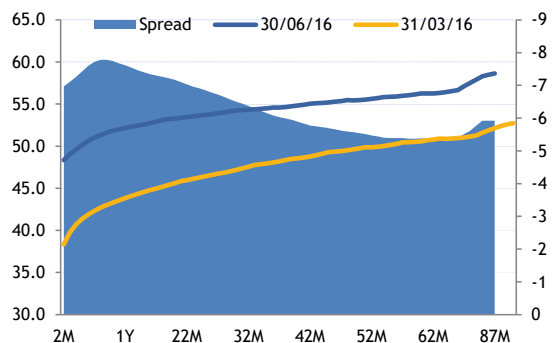
Πορεία τιμής πετρελαίου



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

## ΓΡΑΦΗΜΑ 80

Συμβόλαια Μελλοντικής Εκπλήρωσης Πετρελαίου και spread (31/03/16 και 30/06/16)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

Η μείωση της κλίσης της καμπύλης των συμβολαίων μελλοντικής εκπλήρωσης πετρελαίου προΐδεάζει για μετατροπή της κλίσης από contango σε backwardation μέσα στον επόμενο χρόνο, γεγονός που ιστορικά συμπίπτει με πτώση των τιμών.

Οι κερδοσκοπικές θέσεις του WTI (net long), αφού άγγιξαν υψηλό 2 ετών τον Μάιο, υποχώρησαν 13,6% αλλά βρίσκονται ακόμα 25% υψηλότερα από τον μέσο όρο της τελευταίας 5αετίας.

Συμπερασματικά τα θεμελιώδη του πετρελαίου αναμένουμε να συνεχίσουν να βελτιώνονται με εξαίρεση τα υψηλά αποθέματα, ενώ η κερδοσκοπική ζήτηση και η σταθεροποίηση του δολαρίου θα συνεχίσουν να λειτουργούν θετικά για το πετρέλαιο και περιορίζουν τις πτωτικές τάσεις. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση.



# 08

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ



Μετοχές	Υποεπενδεδυμένη	Η αύξηση της αβεβαιότητας λόγω του Brexit και η ανησυχία για τις τράπεζες στην Ευρωζώνη έρχονται να προστεθούν στην επιβράδυνση των οικονομιών, στο αρνητικό momentum της κερδοφορίας και στις υψηλές αποτιμήσεις.
ΗΠΑ	Ουδέτερη	Η ανάπτυξη της οικονομίας είναι λιγότερο εύθραυστη και ευάλωτη σε εξωγενή σοκ έναντι των υπολοίπων αναπτυσσόμενων αγορών ενώ η αύξηση της αβεβαιότητας στρέφει το ενδιαφέρον μας στη μετοχική αγορά με τη μεγαλύτερη διαφάνεια, επαρκές βάθος και ισχυρή εμπορευσιμότητα. Διατηρούμε την προτίμησή μας στη μικρή κεφαλαιοποίηση.
Ευρωζώνη	Υποεπενδεδυμένη	Τα τελευταία στοιχεία για την οικονομία δείχνουν τάσεις σταθεροποίησης, με τους κινδύνους να παραμένουν προς τα κάτω. Το momentum της κερδοφορίας δεν είναι θετικό, οι αποτιμήσεις κυμαίνονται κοντά σε ιστορικά υψηλά και ο τραπεζικός κλάδος προβληματίζει για την κεφαλαιακή του επάρκεια.
Ιαπωνία	Ουδέτερη	Η ενίσχυση του γιεν πλήττει την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών, δυσχεραίνοντας περαιτέρω την πορεία της Ιαπωνικής οικονομίας, δημιουργώντας πτωτικό momentum στην εταιρική κερδοφορία. Ωστόσο, η μετοχική αγορά παραμένει ελκυστική σε όρους αποτιμήσεων έναντι των υπόλοιπων αγορών και των ιστορικών μέσων όρων, με την ποιότητα του ισολογισμού των Ιαπωνικών εταιριών να βελτιώνεται και τις εταιρίες να γίνονται πιο φιλικές προς τους μετόχους.
Ελλάδα	Ουδέτερη	Αναμένοντας τις επιπτώσεις των νέων μέτρων στην οικονομία, με δεδομένο ότι είναι σε ύφεση, διατηρούμε την ουδέτερη θέση. Οι εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο στην Ευρωζώνη είναι αρκετά πιθανόν να επηρεάσουν το εγχώριο τραπεζικό σύστημα.
Αναδυόμενες Αγορές	Υπερεπενδεδυμένη	Η αγορά έχει προεξοφλήσει πολλά αρνητικά (επιβράδυνση ανάπτυξης, κερδοφορίας, εκροές κεφαλαίων), με τις αποτιμήσεις και το momentum κερδοφορίας να είναι ελκυστικότερο έναντι των αναπτυσσόμενων.
Βραζιλία	Υποεπενδεδυμένη	Η οικονομία θα παραμείνει σε ύφεση και η κερδοφορία αναθεωρείται πτωτικά, καθώς έχει συσχέτιση με τις τιμές των πρώτων υλών. Οι αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές.
Ρωσία	Ουδέτερη	Οι κυρώσεις που έχουν επιβληθεί από τις χώρες του G4 τίθενται υπό εξέταση μετά το κοινό μέτωπο απέναντι στο ISIS. Οι τιμές των πρώτων υλών παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα οι πολύ φθηνές αποτιμήσεις να δικαιολογούνται πλήρως.
Ινδία	Υπερεπενδεδυμένη	Οι προσδοκίες για υλοποίηση μεταρρυθμίσεων και αναδιάρθρωση της οικονομίας από την κυβέρνηση αυξάνονται, τα οικονομικά στοιχεία που ανακοινώνονται δείχνουν μια οικονομία με δυναμική.
Κίνα	Υποεπενδεδυμένη	Η επιβράδυνση της οικονομίας, η υψηλή μόχλευση στην αγορά και οι κρατικές παρεμβάσεις λειτουργούν αποτρεπτικά για τοποθετήσεις.
Κλαδικές Προτιμήσεις ΗΠΑ		Προτίμηση κυρίως σε υγεία, κυκλικά και βιομηχανία. Οι αμυντικοί κλάδοι είναι ακριβοί.

Ομόλογα		
Κρατικά ομόλογα ΗΠΑ	Υποεπενδεδυμένη	Για το μακροχρόνιο μέρος της καμπύλης εκτιμούμε ότι θα κινηθεί ανοδικά αντικατοπτρίζοντας την ανάκαμψη της αμερικανικής οικονομίας, ωστόσο δεν περιμένουμε να προσεγγίσει τη δίκαιη τιμή της (2,20%).
Κρατικά ομόλογα Γερμανίας	Υποεπενδεδυμένη	Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα γερμανικά κυβερνητικά ομόλογα, καθώς πιστεύουμε πως στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις στη λήξη δεν αποζημιώνουν τους επενδυτές για τον κίνδυνο διάρκειας που εμπεριέχουν.
Ομόλογα περιφέρειας Ευρωζώνης	Υποεπενδεδυμένη	Η επίπτωση του Brexit στις οικονομίες που ήδη καταγράφουν ασθενοτικούς ρυθμούς ανάπτυξης θα είναι μεγαλύτερη, ενώ οι οικονομίες αυτές είναι περισσότερο ευάλωτες σε πολιτικά ρίσκα και οι τράπεζές τους σε εξωγενή σοκ.
Κρατικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη θέση καθώς προσφέρουν υψηλότερες αποδόσεις σε σχέση με τις υπόλοιπες κατηγορίες ομολόγων και οι οικονομίες τους είναι σχετικά προστατευμένες από τα ρίσκα των αναπτυσσόμενων αγορών.
Εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης	Υπερεπενδεδυμένη	Διατηρούμε την υπερεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης, με προτίμηση σε αμερικανούς εκδότες, όπου το spread αποζημιώνει για την ενίσχυση του ρίσκου λόγω αυξημένης μόχλευσης.
Εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων	Υποεπενδεδυμένη	Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων, καθώς θεωρούμε ότι σε όρους αποτιμήσεων δεν είναι ελκυστικά.

Συνάλλαγμα		
EURUSD	Υπέρ USD	Διατηρούμε τη θέση υπέρ του USD καθώς το επιτοκιακό πλεονέκτημα εξακολουθεί να στηρίζει το αμερικανικό νόμισμα. Το ευρώ υπόκειται σε πτωτικούς κινδύνους λόγω περαιτέρω επέκτασης της νομισματικής χαλάρωσης και πολιτικών κινδύνων.
EURGBP	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη θέση, ωστόσο εκμεταλλευόμαστε άνοδο του EUR προς το 0,90 για αγορές GBP.
USDJPY	Ουδέτερη	Αναθεωρούμε τη θέση στην ισοτιμία USDJPY σε ουδέτερη μετά το rally του πρώτου μισού του έτους, καθώς η άνοδος του γιεν εκτιμούμε ότι θα ωθήσει την κεντρική τράπεζα σε επεκτατική νομισματική πολιτική και την κυβέρνηση σε ανάληψη μέτρων δημοσιονομικού χαρακτήρα.

Εμπορεύματα		
Χρυσός	Υπερεπενδεδυμένη	Αναβαθμίζουμε τη θέση μας σε υπερεπενδεδυμένη από ουδέτερη καθώς η απόφαση για Brexit αυξάνει την αβεβαιότητα και την αναζήτηση ασφαλών καταφυγίων. Τα πολύ χαμηλά και πτωτικά πραγματικά επιτόκια δαιτηρούν την ελκυστικότητά του μετάλλου.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε ουδέτερη θέση καθώς για να διασπάσει ανοδικά τα επίπεδα των 50 δολάρια/βαρέλι θα πρέπει να δούμε περαιτέρω βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών.

# 09

## ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ

Η μονάδα **Οικονομικής Ανάλυσης & Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς** απέκτησε την πιστοποίηση **ISO 9001:2008\*** 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 σε όλες τις κατηγορίες των εταιρειών, ανεξάρτητα από το είδος, το μέγεθος και το παρεχόμενο προϊόν ή υπηρεσία.



### 1. Σκοπός επένδυσης

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

### 2. Σκοπός επένδυσης

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

### 3. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η σταδιακή ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου μεσαίας μεταβλητότητας.  
Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι δύο έως τρία 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. Στοιχείει, 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.

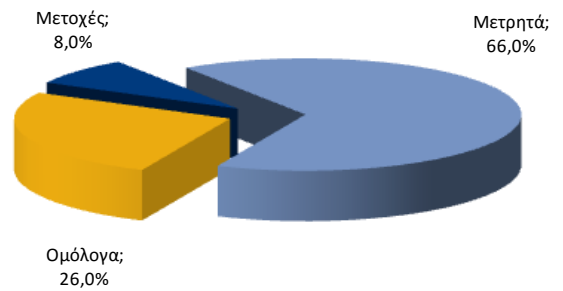
### 4. Σκοπός επένδυσης

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

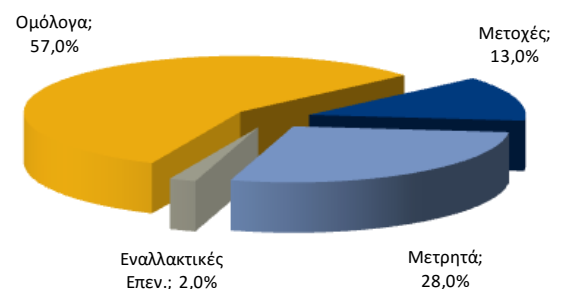
#### Επενδυτικό Προφίλ

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.  
Ανάγκες ρευστότητας μεσοπρόθεσμα δεν υπάρχουν.

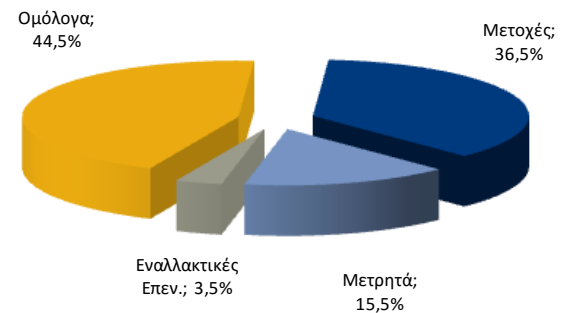
### Cash Plus



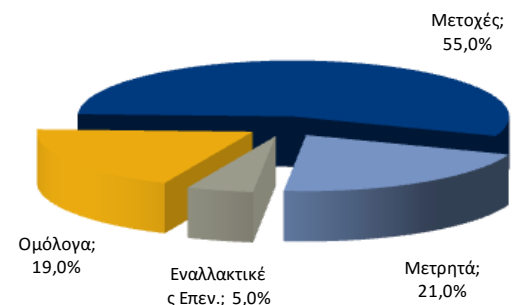
### Συντηρητικό



### Ισορροπημένο



### Αναπτυξιακό



# ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

## Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεκκός Ηλίας  
*Chief Economist*

Lekkosi@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2103288120

Πατίκης Βασίλειος  
*Head*

Patikisv@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2103739178

### Οικονομική Ανάλυση

Αγγελοπούλου Αναστασία

Aggelopouloua@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004488

Κωσταντού Ευαγγελία

Kostantoue@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004486

Πολυχρονόπουλος Διονύσης

Polychronopoulosd@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004493

Παπακώστας Χρυσοβαλάντης

Papakostasc@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004491

Ρότσικα Δημητρία

Rotsikad@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004494

Στάγγελ Ειρήνη

Staggelir@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004495

### Επενδυτική Στρατηγική

Γυφτέα Έλενα

GyfteaE@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004527

Δαμαλάς Ξενοφών

damalax@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004511

Δούλος Δημήτρης

douloisd@piraeusbank.gr  
Τηλ: 2163004513

# ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ

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

Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπ' όψιν τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προσφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίσματα, 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 ουδεμιά ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές. Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία, και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων: α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λοιπών 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 σημείωμα. 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 προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της. Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

- τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκτεφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,
- οι προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- 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 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 διευκρινήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.







ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ