

ΟΚΤΩΒΡΙΟΣ 2015

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

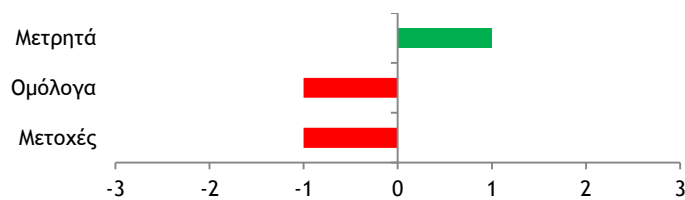


ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

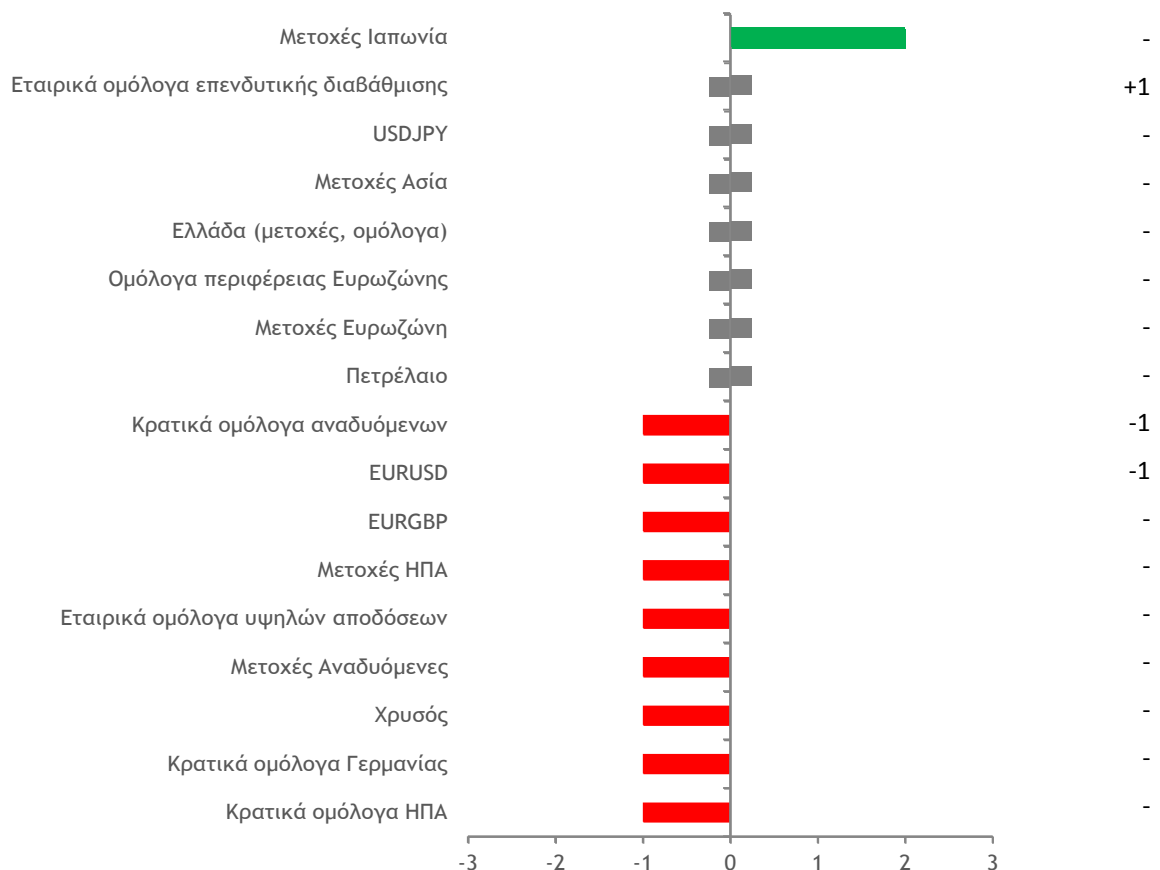
| | |
|--|-----------|
| 1. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ | 6 |
| 2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ | 10 |
| 2.1 ΗΠΑ | 10 |
| 2.2 Ευρωζώνη | 12 |
| 2.3 Ιαπωνία | 13 |
| 2.4 Κίνα | 15 |
| 2.5 Ινδία | 16 |
| 2.6 Βραζιλία | 17 |
| 2.7 Ρωσία | 18 |
| 2.8 Ελλάδα | 19 |
| 3. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ | 22 |
| 4. ΟΜΟΛΟΓΑ | 26 |
| 4.1 Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ- Γερμανίας | 26 |
| 4.2 Ομόλογα Περιφέρειας Ευρωζώνης | 28 |
| 4.3 Κρατικά Ομόλογα Αναδυομένων Αγορών | 28 |
| 4.4 Εταιρικά Ομόλογα (Επενδυτικής Διαβάθμισης & Υψηλής Απόδοσης) | 30 |
| 5. ΜΕΤΟΧΕΣ | 32 |
| 5.1 ΗΠΑ | 33 |
| 5.2 Ευρωζώνη | 37 |
| 5.3 Ιαπωνία | 39 |
| 5.4 Αναδυόμενες Αγορές | 40 |
| Κίνα | 41 |
| Ινδία | 42 |
| Ρωσία | 43 |
| Βραζιλία | 43 |
| 6. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ | 45 |
| 6.1 EURUSD | 45 |
| 6.2 USDJPY | 46 |
| 6.3 EURGBP | 46 |
| 7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ | 47 |
| 7.1 Χρυσός | 47 |
| 7.2 Πετρέλαιο | 48 |
| 8. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ | 50 |
| 9. ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ | 51 |

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

Στις μετοχές και τα ομόλογα διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση. Υποβαθμίζουμε τη θέση μας στα κυβερνητικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών ενώ αναβαθμίζουμε τη θέση μας στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης. Αναθεωρούμε τη θέση στο EUR/USD από ουδέτερη σε υπέρ του USD. Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στο χρυσό, ουδέτερη στο πετρέλαιο.



Μεταβολή από προηγούμενη έκδοση



ΣΥΝΟΨΗ

Το τρίτο τρίμηνο του 2015 τα είχε όλα. Επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων σε χώρα της Ευρωζώνης, μαζικές ρευστοποιήσεις αμερικανικών κρατικών ομολόγων από κεντρικές τράπεζες, τη μεγαλύτερη εταιρική απάτη από την εποχή της Enron, ακόμα και αμφισβήτηση της αξιοπιστίας μεγάλων κεντρικών τραπεζών.

Στο περιβάλλον αυτό οι επενδύσεις ρίσκου βίωσαν ένα από τα ασθενέστερα τρίμηνα των τελευταίων ετών, με την επιβράδυνση των αναδυόμενων οικονομιών και την πτώση των τιμών των εμπορευμάτων να βρίσκονται στο επίκεντρο.

Το τελευταίο διάστημα οι οικονομίες βιώνουν μία περίοδο εξασθένησης της μεταποιητικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Δεν είναι ακόμα σαφές αν έρχεται μία περίοδος ήπιας ύφεσης στο πλαίσιο του υφιστάμενου κύκλου ή αν πρόκειται για το τέλος του τρέχοντος οικονομικού κύκλου. Ωστόσο, οι αγορές εργασίας και κατοικίας συνεχίζουν να βελτιώνονται στις ΗΠΑ, ενώ η κατανάλωση παραμένει ισχυρή. Εκτιμούμε ότι οι ανεπτυγμένες οικονομίες μπορούν να αντέξουν το σοκ από την επιβράδυνση των αναδυόμενων, ενώ μπορούν να χρησιμοποιήσουν μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής για να τονώσουν τις οικονομίες τους.

Την ίδια περίοδο ο ρυθμός αύξησης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ επιβραδύνεται. Οι προβλέψεις για το τρίτο τρίμηνο του έτους δείχνουν πτώση

της κερδοφορίας για πρώτη φορά από το 2009. Ωστόσο, με εξαίρεση τον κλάδο ενέργειας, η κερδοφορία του S&P500 αναμένεται να αυξηθεί.

Σε όρους αποτιμήσεων, οι μετοχές δεν φαίνονται ιδιαίτερα ελκυστικές. Ειδικά στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη, οι αποτιμήσεις παραμένουν σε υψηλά δεκαετίας. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον οι αποδόσεις των επενδύσεων ρίσκου θα είναι μικρότερες, η μεταβλητότητα υψηλότερη και η διασπορά των καρτοφυλακίων δυσκολότερη. Συνεχίζουμε να θεωρούμε ότι ένας συνετός επενδυτής πρέπει να διατηρεί αυξημένη ρευστότητα σε ένα διεθνές καρτοφυλάκιο και να δέχεται την προοπτική χαμηλότερων αποδόσεων βραχυπρόθεσμα ώστε να πετύχει υψηλότερες αποδόσεις μεσοπρόθεσμα.

Διακρατούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές και στα ομόλογα. Στις μετοχικές αγορές διατηρούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στην Ιαπωνία, ουδέτερη θέση στις μετοχές Ευρωζώνης και υποεπενδεδυμένη θέση στις ΗΠΑ και στις αναδυόμενες αγορές. Στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Γερμανίας παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι, καθώς στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις στη λήξη, σταθμίζοντας τον κίνδυνο της διάρκειας, δεν είναι ελκυστικές. Υποβαθμίζουμε τη θέση μας στα κυβερνητικά ομόλογα αναδυομένων αγορών, ενώ αναβαθμίζουμε τη θέση μας στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης. Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων.

Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, το δολάριο θεωρούμε ότι θα ανακτήσει τη δυναμική του, καθώς η επιτοκιακή διαφορά θα ευνοήσει εκ νέου το δολάριο. Αναθεωρούμε τη θέση στο EUR/USD από ουδέτερη σε υπέρ του USD. Διατηρούμε τη θέση μας στο EUR/GBP υπέρ του GBP. Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στο χρυσό, καθώς η επενδυτική ζήτηση συνεχίζει να μειώνεται, ενώ η φυσική ζήτηση και η ζήτηση από κεντρικές τράπεζες δεν παρουσιάζουν σημαντική βελτίωση. Το πετρέλαιο θα κινηθεί σε εύρος το επόμενο διάστημα, ωστόσο το ρίσκο είναι ανοδικό μετά τις μειώσεις στην παραγωγή και την αναζωπύρωση των γεωπολιτικών αναταράξεων. Ως εκ τούτου, διατηρούμε ουδέτερη θέση.



1. ΑΝΑΣΚΟΠΗΣΗ

Το τρίτο τρίμηνο του 2015 τα είχε όλα. Επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων σε χώρα της Ευρωζώνης, μαζικές ρευστοποιήσεις αμερικανικών κρατικών ομολόγων, τη μεγαλύτερη εταιρική απάτη από την εποχή της Εηρον, ακόμα και αμφισβήτηση της αξιοπιστίας μεγάλων κεντρικών τραπεζών.

Το τρίτο τρίμηνο του 2015 τα είχε όλα. Επιβολή περιορισμών στην κίνηση κεφαλαίων σε χώρα της Ευρωζώνης, μαζικές ρευστοποιήσεις αμερικανικών κρατικών ομολόγων από κεντρικές τράπεζες, τη μεγαλύτερη εταιρική απάτη από την εποχή της Εηρον, ακόμα και αμφισβήτηση της αξιοπιστίας μεγάλων κεντρικών τραπεζών. Στο περιβάλλον αυτό η πτώση 9% του παγκόσμιου δείκτη μετοχών είναι δικαιολογημένη.

Οι παρατεταμένες διαπραγματεύσεις μεταξύ της Ελλάδας και των πιστωτών της το πρώτο εξάμηνο του 2015 έφθασαν στο πιο κρίσιμο σημείο τους στις αρχές Ιουλίου με την προκήρυξη δημοψηφίσματος από τον Έλληνα πρωθυπουργό για την αποδοχή του σχεδίου που κατέθεσαν οι θεσμοί στην Ελληνική κυβέρνηση στις 25 Ιουνίου. Έτσι, στις 8 Ιουλίου με το τραπεζικό σύστημα σε αναγκαστική αργία (διήρκεσε συνολικά 21 μέρες) και την κίνηση κεφαλαίων να υπόκειται σε αυστηρούς περιορισμούς, τα spreads των ελληνικών ομολόγων εκτινάχθηκαν στις 1.855μβ και η απόδοση του δεκαετούς στο 19,2%. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά, η οποία παρέμεινε κλειστή για πέντε εβδομάδες (29/6 - 31/7), κατέγραψε απώλειες 16% την πρώτη ημέρα διαπραγμάτευσης (03/08).

Ωστόσο, η διάχυση της ελληνικής κρίσης ήταν περιορισμένη και επικεντρώθηκε στις αγορές της Ευρωπαϊκής περιφέρειας. Τα spreads των κρατικών ομολόγων της Πορτογαλίας, της Ιταλίας και της Ισπανίας αναρριχήθηκαν στα υψηλότερα επίπεδα από τον Οκτώβριο του

ΓΡΑΦΗΜΑ 1
Απόδοση στη λήξη 10ετούς ΟΕΔ



Πηγή: Bloomberg | ISU

2014. Η αντίδραση των διεθνών χρηματιστηρίων την ίδια περίοδο ήταν περιορισμένη (απώλειες 8% κατέγραψε ο δείκτης Euro Stoxx μεταξύ 26/06 και 07/07).

Με την αποκλιμάκωση της ελληνικής κρίσης στο δεύτερο μισό του Ιουλίου, όταν διαφάνηκε η σύγκλιση των δύο πλευρών σε ένα νέο πρόγραμμα, στο προσκήνιο των αγορών βρέθηκαν οι αδυναμίες των αναδυομένων αγορών και ειδικότερα της Κίνας.

Μετά από ένα εντυπωσιακό ράλι διάρκειας ενός έτους που ενίσχυσε το δείκτη Shanghai Comp 150%, οι μετοχές Κίνας κατέγραψαν σε διάστημα μικρότερο των τριών μηνών (από τα μέσα Ιουλίου) απώλειες 40%. Η αλήθεια είναι ότι η άνοδος που προηγήθηκε είχε όλα τα χαρακτηριστικά της χρηματιστηριακής φούσκας. Οι ημερήσιοι όγκοι διαπραγμάτευσης εξαπλασιάστηκαν το πρώτο εξάμηνο του έτους σε σχέση με το 2014, ξεπερνώντας τους μέσους ημερήσιους όγκους της αμερικανικής χρηματιστηριακής αγοράς. Πενήντα έξι εκατομμύρια νέοι χρηματιστηριακοί κωδικοί, κυρίως ιδιωτών, άνοιξαν το πρώτο εξάμηνο του 2015 στην Κίνα, ενώ και οι αγοραπωλησίες με margin εξαπλασιάστηκαν την ίδια περίοδο. Η ραγδαία άνοδος του χρηματιστηρίου δεν αποτύπωσε τη βελτίωση των θεμελιωδών μεγεθών καθώς την ίδια περίοδο αυξάνονταν οι ενδείξεις επιβράδυνσης της κινεζικής οικονομίας.

Καθώς κλιμακώνονταν οι ανησυχίες των επενδυτών για την οικονομία της Κίνας, η νευρικότητα άρχισε να διαχέεται στις υπόλοιπες αγορές. Καταλυτική ήταν η απόφαση της κεντρικής τράπεζας της Κίνας στις 11 Αυγούστου να υποτιμήσει τη συναλλαγματική της ισοτιμία με το δολάριο. Παρόλο που η κίνηση παρουσιάστηκε ως μεμονωμένη από τις κινεζικές αρχές, προκάλεσε πανικό στη διεθνή επενδυτική κοινότητα. Οι ανησυχίες για ραγδαία επιδείνωση της κινεζικής οικονομίας, σε συνδυασμό με το φόβο για μαζικές ρευστοποιήσεις αμερικανικών κρατικών ομολόγων από τα συναλλαγματικά αποθέματα της κεντρικής τράπεζας της χώρας στην προσπάθειά της να στηρίξει την ισοτιμία USD/CNY, προκάλεσαν ντόμινο ρευστοποιήσεων σε όλες τις επενδύσεις ρίσκου.

Οι μετοχές και τα νομίσματα των αναδυομένων αγορών δέχθηκαν τις μεγαλύτερες πιέσεις μαζί με τα εμπορεύματα, ωστόσο σημαντικές ήταν και οι απώλειες στις υπόλοιπες αγορές. Στις 24 Αυγούστου ο S&P500 υποχώρησε 4% αφού έφθασε ενδοσυνεδριακά να υποχωρεί 6%, με μετοχές της μεγάλης κεφαλαιοποίησης να υποχωρούν πάνω από 20% (GE, JPMorgan, CVS), πριν ανακάμψουν στο τέλος της ημέρας.

Όπως ήταν αναμενόμενο, η μεταβλητότητα εκτινάχθηκε. Ο δείκτης VIX των παραγώγων συμβολαίων του

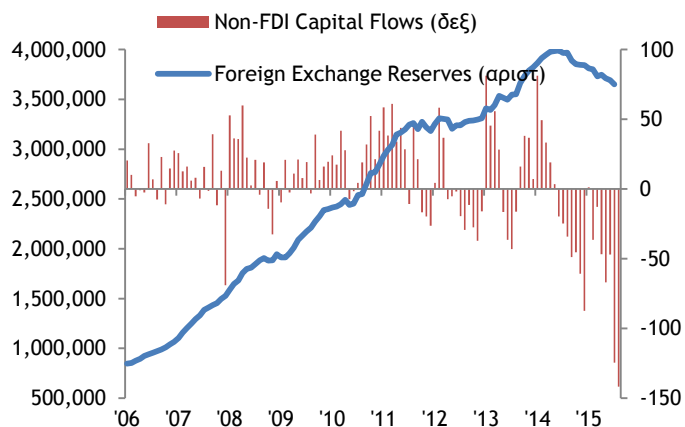
ΓΡΑΦΗΜΑ 2

Δείκτης Μετοχών Κίνας



ΓΡΑΦΗΜΑ 3

Συναλλαγματικά Διαθέσιμα και Κεφαλαιακές Ροές Κίνας (εκατ. δολ.)



S&P500 αναρριχήθηκε στο 40% και διατηρήθηκε σε επίπεδα άνω του 20% για το μεγαλύτερο διάστημα από το 2011. Υψηλές διακυμάνσεις κατέγραψαν επίσης οι αγορές ομολόγων και συναλλάγματος.

Στο περιβάλλον αυτό, η συνεδρίαση της Fed στις 17 Σεπτεμβρίου απέκτησε εξέχουσα σημασία.

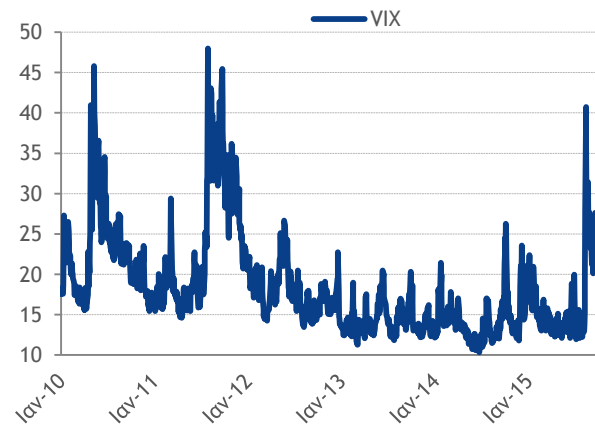
Η προσδοκία ήταν για μία “μεμονωμένη” αύξηση συνοδευόμενη από υποβάθμιση της μελλοντικής πορείας των επιτοκίων. Ωστόσο, η 12μελής επιτροπή καθορισμού των επιτοκίων της Fed αποφάσισε να διατηρήσει αμετάβλητα τα επιτόκια στο 0,00% - 0,25% με γνώμονα την επιδείνωση των συνθηκών στην παγκόσμια οικονομία και ιδιαίτερα στην Κίνα. Παράλληλα υποβάθμισε τις μεσοπρόθεσμες εκτιμήσεις της για ανάπτυξη, πληθωρισμό και επιτόκια. Η απόφαση αυτή πυροδότησε νέο γύρο ρευστοποιήσεων στις επενδύσεις ρίσκου, καθώς έθεσε σε αμφισβήτηση την ικανότητα της αμερικανικής οικονομίας να απορροφήσει τους κραδασμούς στις αναδυόμενες αγορές και προκάλεσε πλήγμα στην αξιοπιστία της Fed, η οποία μέχρι πρότινος προέβαλε μόνο την αγορά εργασίας και τον πληθωρισμό ως τις δύο παραμέτρους καθορισμού της νομισματικής της πολιτικής.

Ισχυρό πλήγμα δέχθηκε και η αξιοπιστία της Volkswagen, της δεύτερης μεγαλύτερης αυτοκινητοβιομηχανίας σε πωλήσεις. Η αποκάλυψη του Διευθύνοντος Συμβούλου της εταιρείας στις 21 Σεπτεμβρίου ότι η εταιρεία διαστρέβλωνε εσκεμμένα τα αποτελέσματα των ελέγχων εκπομπών ρύπων των ντιζελοκινητήρων της από το 2009, προκάλεσε μεγάλες αναταράξεις στην αυτοκινητοβιομηχανία (-23,8% η απόδοση του κλάδου στην Ευρώπη το 3ο τρίμηνο) και έθεσε υπό αμφισβήτηση το μέλλον της τεχνολογίας ντίζελ. Η εταιρεία πήρε προβλέψεις 6 δισ ευρώ για το κόστος της ανάκλησης και επισκευής 11 εκατομμυρίων αυτοκινήτων, ωστόσο το κόστος μπορεί να είναι πολλαπλάσιο. Η μετοχή της εταιρείας έχασε το 53% της αξίας της το 3ο τρίμηνο.

Οι προοπτικές της παγκόσμιας οικονομίας επιδεινώθηκαν το προηγούμενο τρίμηνο λόγω της εξασθένησης της ανάπτυξης στην Κίνα και της παρατεταμένης ύφεσης στη Βραζιλία και τη Ρωσία, ενώ ανησυχία προκαλεί το γεγονός ότι οι δείκτες υψηλής συχνότητας υποδεικνύουν περαιτέρω επιδείνωση των οικονομικών μεγεθών στις αναδυόμενες οικονομίες κατά την ίδια περίοδο. Η επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας στις οικονομίες αυτές οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στην κατάρρευση των τιμών των εμπορευμάτων, οι οποίες υποχώρησαν σε νέο πολυετές χαμηλό στο τρίτο τρίμηνο. Ενδεικτικά, το πετρέλαιο κατέγραψε πτώση 24%, ενώ ο χρυσός υποχώρησε 4,9%. Μεγάλοι χαμένοι από την πτώση των τιμών των εμπορευμάτων ήταν

ΓΡΑΦΗΜΑ 4

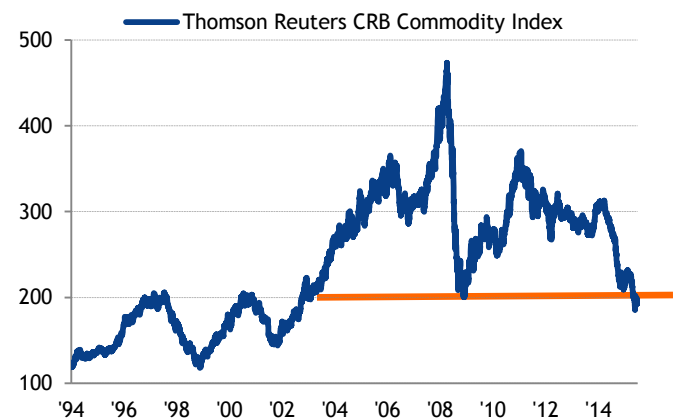
Δείκτης μεταβλητότητας S&P500 (Vix)



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 5

Δείκτης εμπορευμάτων Thomson Reuters CRB



Πηγή: Bloomberg | ISU

επίσης οι εταιρείες εξόρυξης πρώτων υλών, των οποίων τα οικονομικά μεγέθη έχουν επιδεινωθεί δραματικά λόγω του πολυετούς bear market στις αγορές πρώτων υλών και των υψηλών αναγκών τους για κεφαλαιουχικές επενδύσεις. Ενδεικτικό του στρες των εταιρειών αυτών είναι η μεγάλη πτώση των δεικτών ομολόγων υψηλών αποδόσεων (-4,9% οι εκδόσεις σε δολάριο, και -2,2% σε Ευρώ), μεγάλο βάρος στους οποίους έχουν οι συγκεκριμένες εταιρείες.

Στον αντίποδα οι ανεπτυγμένες οικονομίες παρέμειναν σε τροχιά ανάπτυξης, οδηγούμενη κυρίως από την κατανάλωση, ενώ οι κεφαλαιουχικές επενδύσεις παρέμειναν υποτονικές.

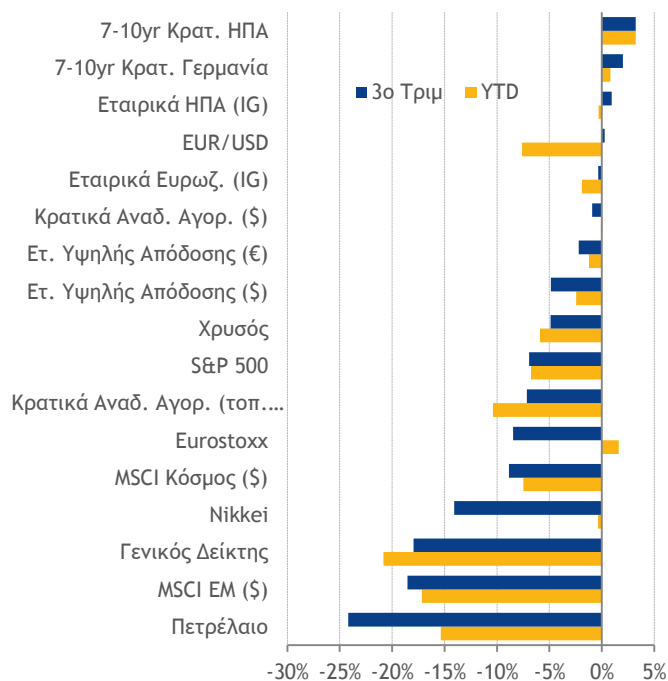
Σε επίπεδο αποδόσεων, οι επενδύσεις που είχαν μεγαλύτερη συσχέτιση με τις αναδυόμενες αγορές υποχώρησαν περισσότερο (πετρέλαιο, MSCI EM, Nikkei). Τη μικρότερη πτώση μεταξύ των μετοχικών αγορών κατέγραψε ο S&P500, καθώς η οικονομία των ΗΠΑ φαίνεται να είναι η περισσότερο προστατευμένη από τη διάχυση της επιβράδυνσης των αναδυομένων.

Με θετικό πρόσημο έκλεισαν το μήνα μόνο τα “ασφαλή καταφύγια” των αμερικανικών και γερμανικών κρατικών ομολόγων, λόγω της αποστροφής των επενδυτών στον κίνδυνο.

Μικρή μεταβολή (0,3%), αλλά μεγάλη διακύμανση (1,08–1,16), κατέγραψε η ισοτιμία EURUSD, με την αγορά να προσπαθεί να προεξοφλήσει την απόφαση της Fed για τα επιτόκια.

ΓΡΑΦΗΜΑ 6

Αποδόσεις βασικών κατηγοριών επένδυσης 3ου τριμήνου



Πηγή: Bloomberg | ISU



2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι οικονομίες βιώνουν, παγκοσμίως, μία περίοδο εξασθένησης της μεταποιητικής δραστηριότητας. Δεν είναι ακόμα σαφές αν έρχεται μία περίοδος ήπιας ύφεσης στο πλαίσιο του υφιστάμενου κύκλου ή αν πρόκειται για το τέλος του τρέχοντος οικονομικού κύκλου.

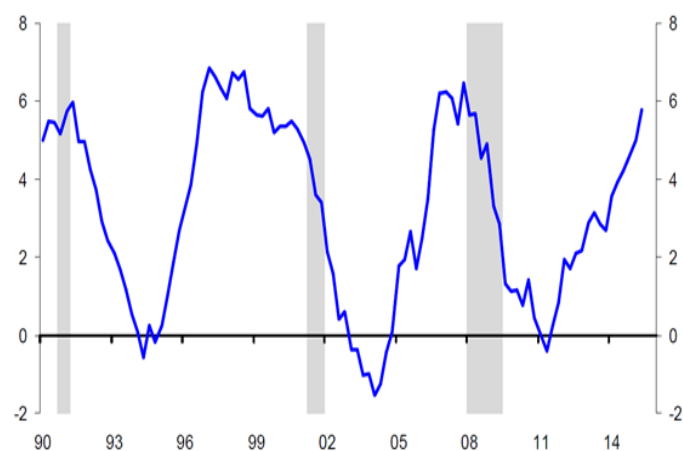
Εκτιμούμε ότι οι ανεπτυγμένες οικονομίες μπορούν να αντέξουν το σοκ από την επιβράδυνση των αναδυομένων.

2.1 ΗΠΑ: σε τροχιά επέκτασης η οικονομία αν και με χαμηλότερο ρυθμό

Τα περισσότερα στοιχεία που ανακοινώθηκαν τους περασμένους μήνες ήταν θετικά για την αμερικανική οικονομία. Οι πωλήσεις αυτοκινήτων ενισχύθηκαν σημαντικά, ενώ οι πωλήσεις λιανικής και κατοικιών ξεπέρασαν τις προσδοκίες. Επιπρόσθετα, η οικονομική δραστηριότητα στις ΗΠΑ αναθεωρήθηκε ανοδικά για το 2ο τρίμηνο στο 3,9% από 2,3% αρχικά, στηριζόμενη στην αύξηση της κατανάλωσης και των ιδιωτικών επενδύσεων. Οι πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες παρέμειναν σε τροχιά ανάπτυξης με το δείκτη υπηρεσιών να ανέρχεται στα υψηλά 10 ετών τον Αύγουστο, υποχωρώντας στο 56,9 το Σεπτέμβριο, ενώ ο δείκτης μεταποίησης επιβραδύνθηκε για τρίτο διαδοχικό μήνα (50,2). Η διαφοροποίηση των δύο δεικτών υποδεικνύει πως τα νοικοκυριά και η εσωτερική κατανάλωση στηρίζουν την ανάπτυξη, ενώ η μεταποίηση, η οποία είναι πιο ευαίσθητη στις διεθνείς εξελίξεις, επηρεάζεται από την επιβράδυνση των αναδυόμενων, την πτώση των τιμών εμπορευμάτων και την ενίσχυση του δολαρίου. Μάλιστα η μεγαλύτερη της αναμενόμενης αύξηση των λιανικών πωλήσεων τον Αύγουστο αποδεικνύει πως η καταναλωτική ζήτηση συνεχίζει να επεκτείνεται με υγιείς ρυθμούς. Η αγορά εργασίας παραμένει υγιής, με την ανεργία να υποχωρεί στο 5,1%, ενώ η μικρότερη της αναμενόμενης αύξηση των νέων θέσεων εργασίας το Σεπτέμβριο ενδεχομένως οφείλεται σε εποχικούς

ΓΡΑΦΗΜΑ 7

ΗΠΑ: Ιδιωτικές Επενδύσεις % ε/ε



Πηγή: Deutsche Bank | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 8

ΗΠΑ: Ενάρξεις κατοικιών



Πηγή: Bloomberg | ISU

παράγοντες και αντικατοπτρίζει την επιβράδυνση της δραστηριότητας στο εξωτερικό και την άνοδο της χρηματοοικονομικής μεταβλητότητας στο εσωτερικό το τελευταίο διάστημα. Σε κάθε περίπτωση είναι νωρίς για να εξαχθεί το συμπέρασμα πως η αγορά εργασίας επιβραδύνεται, και κατ' επέκταση η ιδιωτική ζήτηση, ωστόσο αυξάνεται η πιθανότητα η Fed να καθυστερήσει την αύξηση των επιτοκίων ακόμη περισσότερο.

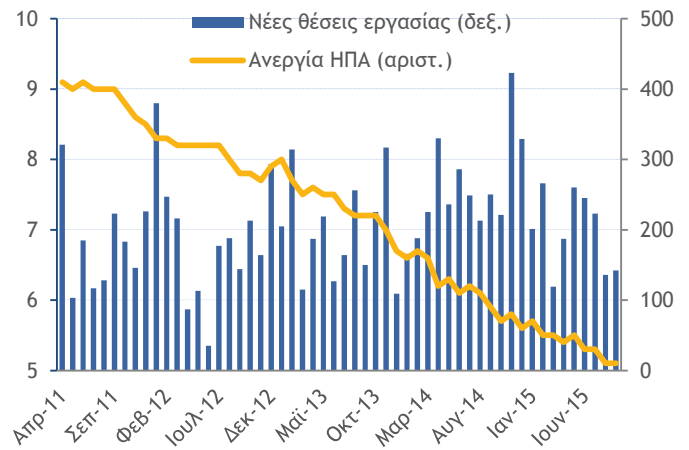
Οι εκτιμήσεις της αγοράς για την ανάπτυξη στις ΗΠΑ κυμαίνονται στο 2,5% για το 2015, χαμηλότερα από τις προβλέψεις στις αρχές του έτους. Αναμένουμε να υπάρξουν καθοδικές πιέσεις από την ισχυροποίηση του δολαρίου και την ασθενέστερη παγκόσμια ζήτηση, οι οποίες ωστόσο αντισταθμίζονται από την ισχυρή εσωτερική ζήτηση και τη βελτίωση των ιδιωτικών επενδύσεων. Η ενίσχυση του δολαρίου σε συνδυασμό με την πτώση των τιμών ενέργειας επηρεάζει επίσης τον πληθωρισμό, το επίπεδο του οποίου αναμένεται να κινηθεί προς το 2% το 2016. Μια πηγή ανοδικής έκπληξης για τον πληθωρισμό αναμένεται να αποδειχθεί η αγορά εργασίας. Με τον αριθμό συμμετεχόντων στην αγορά εργασίας στα τρέχοντα επίπεδα και με την αύξηση των νέων θέσεων να ξεπερνά τις 100 χιλιάδες τους επόμενους μήνες, το επίπεδο της ανεργίας θα πλησιάσει το 4,9% που αποτελεί και το επίπεδο ισορροπίας της Fed ανάμεσα στην ανεργία και τον πληθωρισμό (NAIRU). Αν αυτό θα μεταφραστεί σε μισθολογικές αυξήσεις θα αποτελέσει μια από τις σημαντικότερες εξελίξεις τα επόμενα τρίμηνα.

Ωστόσο, θα πρέπει να ληφθεί επιπλέον υπόψη ο παράγοντας της επιβράδυνσης στις αναδυόμενες χώρες και της αυξημένης μεταβλητότητας στις αγορές. Κάτι που παρακολουθεί επίσης η Fed όπως φάνηκε στην πρόσφατη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου. Η προοπτική της ανάπτυξης, της αγοράς εργασίας και του πληθωρισμού στις ΗΠΑ ικανοποιούν τις προϋποθέσεις που έχει θέσει η κεντρική τράπεζα της χώρας για αύξηση των επιτοκίων μέσα στο τρέχον έτος. Κάθε επόμενη συνεδρίαση θα μπορούσε ανάλογα και με τα δεδομένα να σηματοδοτήσει την αλλαγή της νομισματικής πολιτικής. Εντούτοις, οι επενδυτές δεν θα πρέπει να εστιάζουν τόσο στην ημερομηνία της πρώτης αύξησης, αλλά στη διαδικασία της εξομάλυνσης των πολύ χαμηλών επιτοκίων, για την οποία η Fed έχει επανειλημμένως σηματοδοτήσει ότι θα είναι αργή και σταδιακή.

Όσον αφορά στην Κίνα, δεν αναμένεται να έχει σημαντική επίπτωση στην αμερικανική οικονομία. Οι ΗΠΑ είναι μια σχετικά κλειστή οικονομία. Οι εξαγωγές συνιστούν μόλις το 13% του ΑΕΠ, ενώ οι καταναλωτικές δαπάνες ανέρχονται στο 70%. Με τη σειρά τους οι εξαγωγές στην Κίνα ανέρχονται στο 7% των συνολικών

ΓΡΑΦΗΜΑ 9

ΗΠΑ: Αγορά εργασίας



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 10

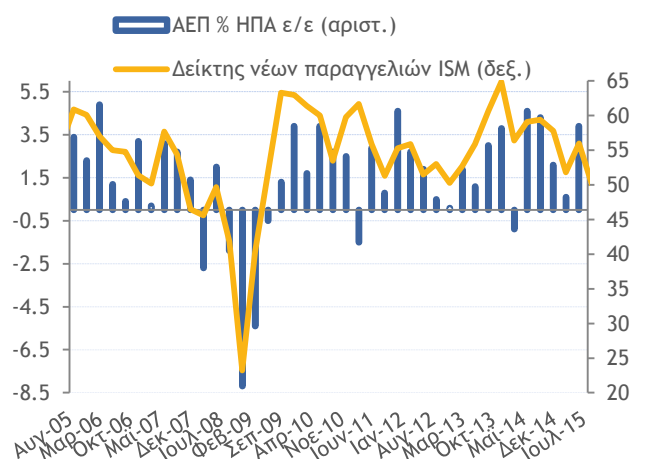
ΗΠΑ: Παραγωγική δυναμικότητα & Ανεργία



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 11

ΗΠΑ: Προσδοκίες Οικονομικής Ανάπτυξης



Πηγή: Bloomberg | ISU



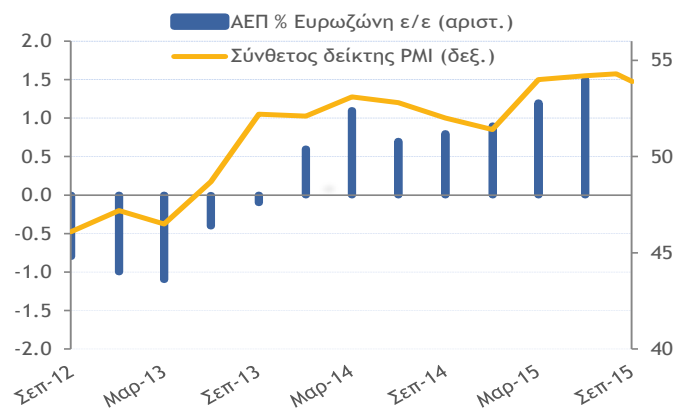
εξαγωγών και λιγότερο από 1% του ΑΕΠ των ΗΠΑ. Οι εμπορικοί δεσμοί των δυο χωρών είναι αμελητέοι, ωστόσο έχουν σημειώσει σημαντική αύξηση έχοντας τριπλασιαστεί τα τελευταία 15 χρόνια. Οι έμμεσες επιπτώσεις θα μπορούσαν να είναι σημαντικότερες μέσω των αποπληθωριστικών πιέσεων και της επιδείνωσης των χρηματοοικονομικών συνθηκών. Ωστόσο, σύμφωνα με έρευνα της Deutsche Bank, οι άμεσες και έμμεσες συνέπειες της μείωσης κατά 1% του ΑΕΠ της Κίνας θα απωλέσουν από το ΑΕΠ των ΗΠΑ λιγότερο από 0,1%. Η αμερικανική οικονομία διανύει τη φάση της «επέκτασης», έχοντας βιώσει μία ασυνήθιστα μακρά περίοδο «ανάκαμψης» από το 2010.

2.2 Ευρωζώνη: παραμένει σε τροχιά ανάκαμψης

Στην Ευρωζώνη, τα μακροοικονομικά στοιχεία υποδεικνύουν πως η δραστηριότητα στο 3ο τρίμηνο παραμένει σθεναρή με τους δείκτες PMI να αυξάνονται. Ο σύνθετος δείκτης PMI οικονομικής δραστηριότητας ανήλθε στο 54,3 τον Αύγουστο στα υψηλά 4 ετών, υποχωρώντας οριακά το Σεπτέμβριο. Επιπρόσθετα, αναθεωρήθηκε ανοδικά στο 0,4% τ/τ η ανάπτυξη το 2ο τρίμηνο, με την ανάκαμψη των εξαγωγών να αντισταθμίζουν την επιβράδυνση στην κατανάλωση των νοικοκυριών και τη μείωση των επενδυτικών δαπανών. Επιπλέον, οι κυβερνητικές δαπάνες αυξήθηκαν κατά 0,3% τ/τα, γεγονός που υποδεικνύει τη χαλάρωση της πολιτικής λιτότητας σε ορισμένα κράτη-μέλη. Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας βελτιώθηκαν με την ανεργία να υποχωρεί στο 11% τον Αύγουστο, ωστόσο οι μισθολογικές αυξήσεις παρέμειναν υποτονικές. Οι πωλήσεις αυτοκινήτων σημείωσαν τον Ιούνιο την υψηλότερη αύξηση από το Δεκέμβριο του 2009, ενώ σύμφωνα με την έκθεση της ΕΚΤ, οι πιστωτικές συνθήκες βελτιώθηκαν περαιτέρω, με τη ζήτηση δανείων να αυξάνεται σταθερά και ενώ τα επιτόκια των επιχειρηματιών δανείων βρίσκονται σε πολυετή χαμηλά. Παράλληλα, η μεγαλύτερη της αναμενόμενης αύξηση του δείκτη οικονομικού κλίματος στην Ευρωζώνη υποδεικνύει πως η εμπιστοσύνη στην ανάκαμψη της οικονομίας δεν κλονίζεται από τους κλυδωνισμούς στις αναδυόμενες χώρες.

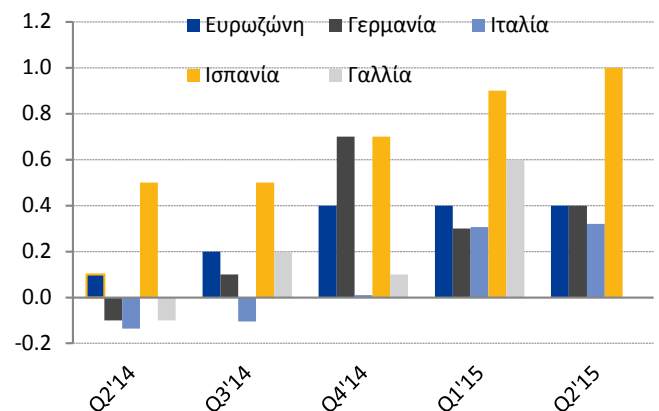
Το επόμενο διάστημα η οικονομική ανάπτυξη στην Ευρωζώνη αναμένεται να σταθεροποιηθεί στα τρέχοντα επίπεδα. Οι εκτιμήσεις της αγοράς για την ανάπτυξη στην Ευρωζώνη κυμαίνονται στο 1,4% για το 2015, με την ιδιωτική κατανάλωση να παραμένει ο κύριος οδηγός μαζί με μια μετριοπαθή ανάκαμψη στην επενδυτική δραστηριότητα. Η πτώση της τιμής πετρελαίου και η υποτίμηση του ευρώ τους τελευταίους 12 μήνες αποτελούν παράγοντες ενίσχυσης του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος και των καθαρών εξαγωγών

ΓΡΑΦΗΜΑ 12
Ευρωζώνη: Προσδοκίες οικονομικής ανάπτυξης



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 13
Ευρωζώνη: ΑΕΠ τ/τ (%)



Πηγή: Bloomberg | ISU

αντίστοιχα. Παρά το γεγονός πως ο ρυθμός ανάπτυξης της Ευρωζώνης είναι παρόμοιος με αυτόν της Γερμανίας, η επέκταση της ευρωπαϊκής οικονομίας οδηγείται από το περασμένο έτος περισσότερο από την ανάκαμψη στις περιφερειακές χώρες (εξαιρουμένης της Ελλάδος) και κυρίως από την Ισπανία, η οποία διαφοροποιείται θετικά λόγω των μεταρρυθμίσεων που υλοποίησε τα προηγούμενα έτη. Η επιβράδυνση της Κίνας δεν αναμένεται να βγάλει εκτός τροχιάς την επέκταση της ευρωπαϊκής οικονομίας. Μόλις 6,4% τον ευρωπαϊκών προϊόντων κατευθύνθηκαν στην Κίνα το 2014, με το μεγαλύτερο μέρος αυτών να προέρχεται από τη Γερμανία. Σύμφωνα με έκθεση της Bundesbank, η μείωση του ΑΕΠ της Κίνας κατά 1% θα επιφέρει πτώση στο ΑΕΠ της Ευρωζώνης κατά 0,1%.

Ωστόσο, οι επιπτώσεις στον πληθωρισμό από την υποτίμηση του γουάν ενδέχεται να είναι μεγαλύτερες καθώς 12,5% των προϊόντων που εισάγονται στην Ευρωζώνη προέρχονται από την Κίνα. Οι πληθωριστικές προσδοκίες υποχωρούν με τον πληθωρισμό το Σεπτέμβριο να εμφανίζει αρνητικό πρόσημο, γεγονός που ενδεχομένως να αναγκάσει την ΕΚΤ να παρατείνει το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης QE, αν και το μεγαλύτερο μέρος της πτώσης του δείκτη τιμών οφείλεται στην κάμψη των τιμών ενέργειας. Ο πληθωρισμός αναμένεται να υστερήσει του στόχου της ΕΚΤ και να κινηθεί στο 1,2% και 1,6% το 2016 και 2017 αντίστοιχα. Η προοπτική μη επίτευξης του στόχου του 2% είναι πολύ πιθανό να δημιουργήσει την ανάγκη επέκτασης του QE στις αρχές του 2016. Μετά την απόφαση της ΕΚΤ στην πρόσφατη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου να αυξήσει το όριο αγοράς ανά έκδοση στο 33% από 25%, εκτιμάται πως το επιπρόσθετο ποσό για την αγορά ομολόγων θα κινηθεί στα €350 δισ κάτι που θα επιτρέψει οι αγορές να συνεχιστούν για επιπλέον 6 μήνες μετά τον Σεπτέμβριο του 2016. Ως λύση έσχατης ανάγκης, η ΕΚΤ θα μπορούσε να μειώσει περαιτέρω σε αρνητικό περιβάλλον το επιτόκιο κατάθεσης και ενδεχομένως να αποτελεί τον πιο αποτελεσματικό τρόπο υποτίμησης του ευρώ.

2.3 Ιαπωνία: οι προκλήσεις αυξάνονται

Το ιαπωνικό ΑΕΠ μειώθηκε αναπάντεχα κατά -1,2% το 2ο τρίμηνο ετησ. τ/τ, έπειτα από ανάπτυξη 3,9% το 1ο τρίμηνο του έτους. Λαμβάνοντας υπόψη τα τελευταία στοιχεία που δημοσιοποιήθηκαν για τη βιομηχανική παραγωγή και τον πληθωρισμό για το μήνα Αύγουστο, αλλά και την αύξηση των αποθεμάτων στο 2ο τρίμηνο, οι εκτιμήσεις της αγοράς έχουν μειωθεί για την επέκταση της ιαπωνικής οικονομίας στο 0,7% για το 2015.

ΓΡΑΦΗΜΑ 14

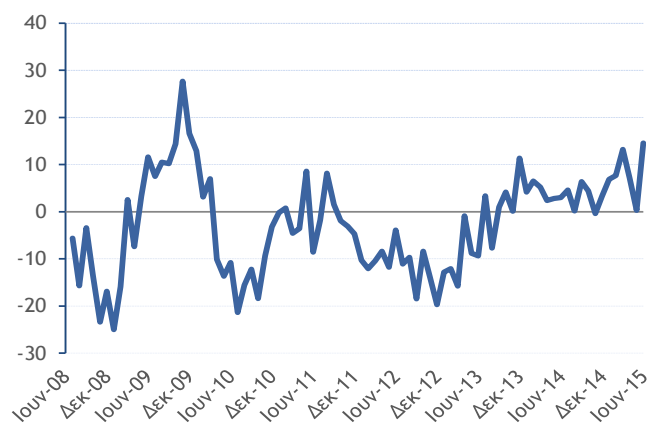
Ευρωζώνη: Προσφορά Χρήματος & ΑΕΠ



Πηγή: Bloomberg

ΓΡΑΦΗΜΑ 15

Ευρωζώνη: Άδειες κυκλοφορίας αυτοκινήτων ε/ε



Πηγή: Bloomberg



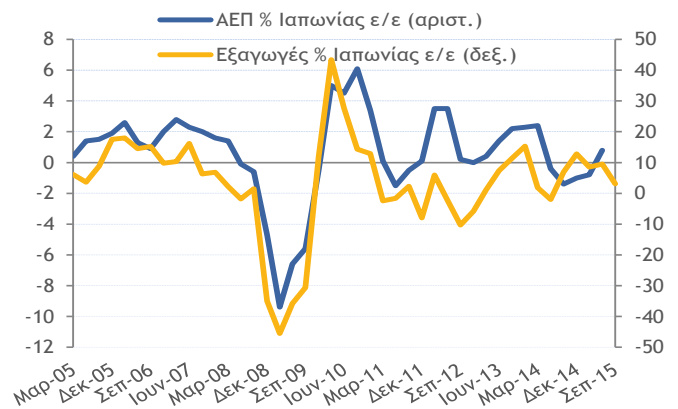
Η ιαπωνική οικονομία εμφανίζει ήδη συμπτώματα νέας αποδυνάμωσης έχοντας να αντιμετωπίσει προκλήσεις σε δύο μέτωπα. Στο εξωτερικό, την επιβράδυνση της Κίνας και των άλλων ασιατικών χωρών οι οποίες απορροφούν περισσότερο από το 50% των ιαπωνικών εξαγωγών. Οι οικονομικοί δεσμοί Κίνας και Ιαπωνίας είναι κυρίως οι άμεσες ξένες επενδύσεις και το εμπόριο. Η Κίνα προσελκύει τις περισσότερες άμεσες ξένες επενδύσεις της Ιαπωνίας και είναι ο δεύτερος μεγαλύτερος εμπορικός της εταίρος, καθώς αντιπροσωπεύει το 18,3% των εξαγωγών της το 2014 και υπολείπεται ελάχιστα των ΗΠΑ που αντιπροσωπεύουν το 18,6%. Οι εξαγωγές της Ιαπωνίας στην Κίνα μειώθηκαν τον Αύγουστο κατά 9,2% σε ετήσια βάση, ενώ η βιομηχανική παραγωγή και οι παραγγελίες μηχανολογικού εξοπλισμού ήταν πολύ κατώτερες των προσδοκιών. Η μείωση της ζήτησης από την Κίνα θα επιτείνει τις τάσεις αυτές.

Στο εσωτερικό, η καταναλωτική ζήτηση παραμένει άτονη παρά τη συνεχή βελτίωση στην αγορά εργασίας. Η πτώση των τιμών των μετοχών πλήττει την καταναλωτική εμπιστοσύνη και η συνεπακόλουθη μείωση του πλούτου θα περιορίσει την κατανάλωση. Οι εξελίξεις αυτές μάλλον θα εξουδετερώσουν τη σταδιακή βελτίωση των μισθών και θα υπονομεύσουν την ανάκαμψη. Σε συνδυασμό με την εντεινόμενη οικονομική αβεβαιότητα και την υποβάθμιση του χρέους της Ιαπωνίας από τον S&P, οι επενδύσεις των επιχειρήσεων αναμένεται να σημειώσουν νέα πτώση αυτό το τρίμηνο. Παράλληλα, αναμένεται να ενταθούν οι αποπληθωριστικές πιέσεις στην Ιαπωνία καθώς η πτώση των τιμών των εμπορευμάτων και η στασιμότητα της οικονομίας θα οδηγήσουν τα πραγματικά επιτόκια σε ακόμη μεγαλύτερη άνοδο. Όλα τα προηγούμενα θα συμπιέσουν περαιτέρω τις επενδύσεις των επιχειρήσεων. Δεδομένου ότι αποδυναμώνεται η ανάπτυξη ενώ ο αποπληθωρισμός δυσχεραίνει τη δημοσιονομική εξυγίανση, η Ιαπωνία θα χρειαστεί να προσελκύσει περισσότερα ξένα κεφάλαια για να χρηματοδοτήσει τα ελλείμματά της και να στηρίξει ένα γηράσκοντα πληθυσμό.

Παράλληλα, η ανοδική πορεία του γιεν λόγω της ιδιότητας του ασφαλούς καταφυγίου για τους επενδυτές, βλάπτει τις εξαγωγικές επιχειρήσεις και αυξάνει τις αποπληθωριστικές πιέσεις. Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, είναι πολύ πιθανό η κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας να αντιδράσει τους επόμενους μήνες με περισσότερη ποσοτική χαλάρωση. Για να επιτευχθεί ο στόχος του 2% για το δομικό πληθωρισμό, η αύξηση του μισθολογικού κόστους αποκτά ακόμα μεγαλύτερη σημασία. Συνεπώς, ενδέχεται η ΚΤ να προσπαθήσει να αυξήσει τις πληθωριστικές προσδοκίες πριν τις εαρινές μισθολογικές διαπραγματεύσεις ώστε να διευκολύνει

ΓΡΑΦΗΜΑ 16

Ιαπωνία Εξαγωγές



Πηγή: Bloomberg | ISU

2.4 Κίνα

Η κινεζική οικονομία διανύει μία μακρά περίοδο διαρθρωτικής επιβράδυνσης, καθώς επιχειρείται στροφή από την εξάρτηση της οικονομίας στις κρατικές επενδύσεις (50% ΑΕΠ) και τις εξαγωγές σε ένα αναπτυξιακό μοντέλο με περισσότερη έμφαση στην εσωτερική κατανάλωση. Η αναστροφή των ανισορροπιών πολλών δεκαετιών (πλεονάζουσα παραγωγική ικανότητα, υπερπροσφορά αγοράς κατοικίας, υπερ-δανεισμός τοπικής αυτοδιοίκησης) θα συνεχίσει να δημιουργεί ισχυρά αναχώματα στην ανάπτυξη για τα επόμενα χρόνια.

Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική που υιοθετήθηκε το Μάρτιο στήριξε προσωρινά την οικονομική δραστηριότητα με αποτέλεσμα το ΑΕΠ 2^{ου} τριμ. να αυξηθεί 7%. Ωστόσο, τα στοιχεία Ιουλίου κι Αυγούστου δείχνουν επιβράδυνση και πιο συγκεκριμένα μείωση εισαγωγών κι εξαγωγών αλλά και επιβράδυνση της βιομηχανικής παραγωγής με το δείκτη PMI Βιομηχανίας να υποχωρεί. Επιπλέον, στοιχεία όπως η παραγωγή ηλεκτρικού ρεύματος, οι σιδηροδρομικές μεταφορές αλλά κι η ζήτηση πρώτων υλών έχουν μειωθεί. Οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν 10,8% ε/ε τον Αύγουστο, ωστόσο αυτός ο ρυθμός απέχει από το μέσο όρο 13,7% της περιόδου 2000-2015 κι αποτελεί ρυθμό που επικρατούσε στις αρχές του 2004. Έτσι, ο στόχος για αύξηση ΑΕΠ 7% που έχει θέσει η κινεζική κυβέρνηση για το 2015 τίθεται εν αμφιβόλω. Πρόσφατα, η World Bank μείωσε την πρόβλεψη για το ΑΕΠ της Κίνας από 7,1% για το 2015 σε 6,9%.

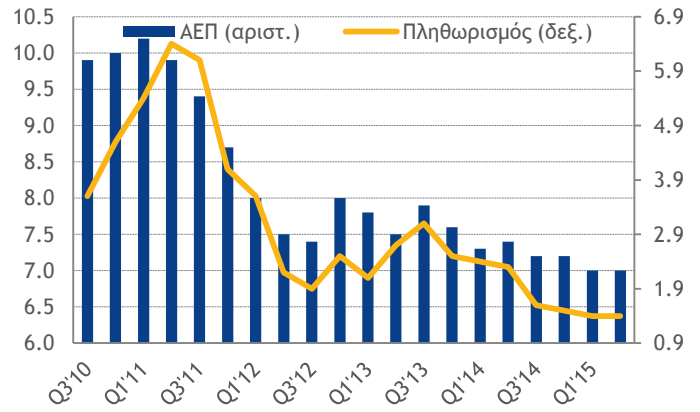
Η κυβέρνηση προσπαθεί να στηρίξει την οικονομία με τη λήψη διαφόρων μέτρων (π.χ. έργα υποδομών, μείωση προκαταβολής για αγορά κατοικίας, μείωση φόρου αγοράς αυτοκινήτου), ωστόσο σημαντικές μεταρρυθμίσεις που αφορούν στη διαφάνεια και την απελευθέρωση των χρηματοοικονομικών αγορών κ.ά. δεν προχωρούν. Παράλληλα, η ΚΤ έχει μειώσει 5 φορές το βασικό επιτόκιο από το Νοέμβριο κι έχει διοχετεύσει ρευστότητα στο τραπεζικό σύστημα για να ενισχύσει τη χορήγηση δανείων.

Ο πληθωρισμός ενισχύθηκε τον Αύγουστο 2% λόγω της αύξησης των τιμών του χοιρινού κατά 19,6% τον τελευταίο χρόνο. Ωστόσο, αυτή η αύξηση μπορεί να αποδειχθεί πρόσκαιρη. Αντίθετα, οι τιμές παραγωγού συνέχισαν να υποχωρούν καταγράφοντας μείωση 5,9%, για 42^ο συνεχόμενο μήνα.

Η πρόσφατη υποτίμηση του γουάν από την PBOC όπως κι η πτώση της μετοχικής αγοράς δημιουργούν ένα αρνητικό κλίμα που επηρεάζει δυσμενώς την οικονομία. Η υποτίμηση του γουάν δεν ξεπέρασε το 3,2%, αλλά αποτελεί τη μεγαλύτερη υποτίμηση των τελευταίων δύο

ΓΡΑΦΗΜΑ 17

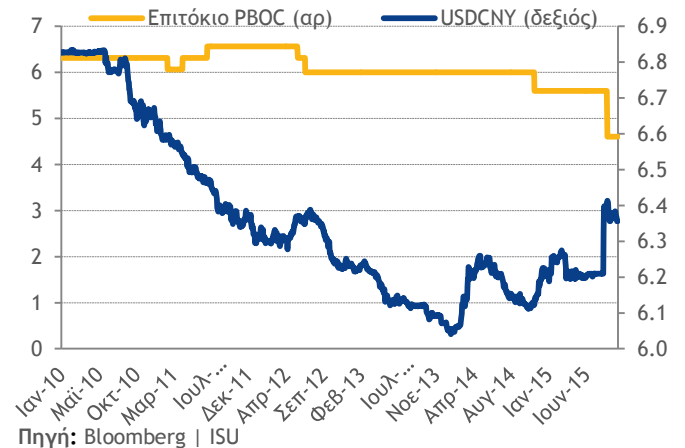
Κίνα: ΑΕΠ ε/ε (%) & Πληθωρισμός ε/ε (%)



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 18

Ισοτιμία USDCNY & Βασικό Επιτόκιο PBoC



Πηγή: Bloomberg | ISU

10ετιών επιταχύνοντας τις εκροές κεφαλαίων.

2.5 Ινδία

Η Ινδία εμφανίζεται ως η πιο ανθεκτική οικονομία μεταξύ των BRIC. Ωστόσο, πρέπει να σημειώσουμε ότι η πρόσφατη αλλαγή στη μεθοδολογία υπολογισμού του ΑΕΠ έχει δημιουργήσει σύγχυση στους οικονομολόγους και δυσχεραίνει τη σύγκριση.

Η οικονομία επιβραδύνθηκε το 2^ο τριμ. του 2015 στο 7% με τις υπηρεσίες να συνεισφέρουν ιδιαίτερα θετικά ενώ η γεωργία δεν σημείωσε καλή επίδοση - θυμίζουμε ότι φέτος οι βροχοπτώσεις ήταν περιορισμένες. Από την άλλη, η βιομηχανία στέλνει μικτά σήματα με τα στοιχεία βιομηχανίας του ΑΕΠ να καταδεικνύουν αύξηση 7,2% το 2^ο τριμ. ενώ η βιομηχανική παραγωγή το 2^ο τριμ. κυμάνθηκε στο 3,3% (μ.ο. 3μηνου). Οι προβλέψεις κάνουν λόγο για επιτάχυνση εκ νέου από το 3^ο τριμ. με ρυθμό 7,4% με τις δημόσιες επενδύσεις να αυξάνονται - οι προβλέψεις κάνουν λόγο για επένδυση \$11 δισ μόνο σε αυτοκινητοδρόμους μέχρι τον επόμενο Μάρτιο. Έτσι, αναμένεται να καταγράψει τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης παγκοσμίως για το 2015 (7,5%). Ταυτόχρονα, οι πληθωριστικές πιέσεις αποκλιμακώνονται καταγράφοντας ιστορικό χαμηλό στο 3,66% τον Αύγουστο. Ωστόσο, η κακή συγκομιδή αναμένεται να αυξήσει τις τιμές τροφίμων και συνακόλουθα τον πληθωρισμό.

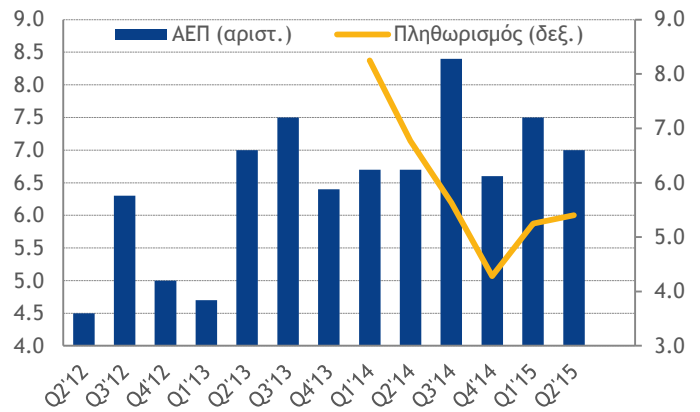
Οι εξαγωγές κι οι εισαγωγές κατέγραψαν μείωση για 9^ο συνεχόμενο μήνα τον Αύγουστο, γεγονός που είναι ανησυχητικό δεδομένου ότι οι εξαγωγές αποτελούν το 20% της οικονομίας της Ινδίας. Οι εξαγωγές έχουν πληγεί από την εξασθένηση της εξωτερικής ζήτησης, όπως αποτυπώνεται και σε άλλες χώρες, όπως είναι η Κίνα κι η Κορέα. Ωστόσο, η κατανάλωση που αποτελεί σχεδόν το 60% της ινδικής οικονομίας αναμένεται να διατηρηθεί ισχυρή. Το βασικό επιτόκιο είναι στο 6,75% μετά από μείωση 125 μ.β. το 2015 και δεν αναμένουμε περαιτέρω μειώσεις το επόμενο διάστημα.

Η ινδική ρουπία έχει υποτιμηθεί 3,6% από την αρχή του χρόνου, καταγράφοντας μικρότερη υποτίμηση από τα νομίσματα των άλλων αναδυόμενων αγορών.

Τέλος, η Ινδία παραμένει επιρρεπής σε επιδείνωση του παγκόσμιου επενδυτικού κλίματος, καθώς η χρηματοδότησή της εξαρτάται από κεφάλαια που προέρχονται από το εξωτερικό.

ΓΡΑΦΗΜΑ 19

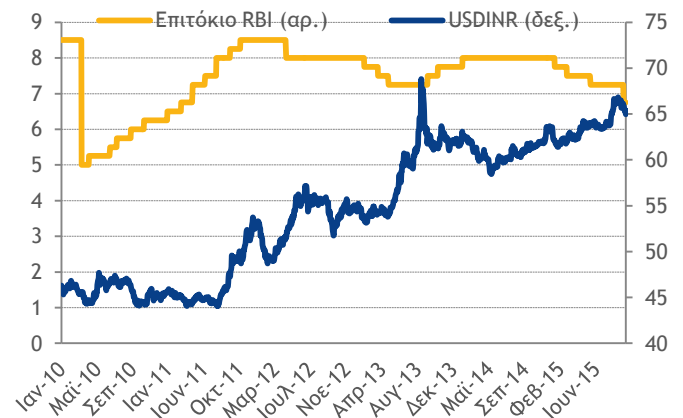
Ινδία: ΑΕΠ ε/ε (%) & Πληθωρισμός ε/ε (%)



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 20

Ισοτιμία USDINR & Βασικό Επιτόκιο RBI



Πηγή: Bloomberg | ISU

2.6 Βραζιλία

Η πτώση των τιμών των εμπορευμάτων αλλά και η πολιτική κρίση που ξέσπασε με το σκάνδαλο της Petrobras έχουν οδηγήσει σε ύφεση τη Βραζιλία. Επίσης, μετά από μία μακρά περίοδο ιδιαίτερα χαλαρής δημοσιονομικής πολιτικής, η πρόεδρος Rousseff δεν μπορεί να επιβάλει περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, με τη δημοτικότητα της να έχει υποχωρήσει και τις διαφωνίες στο Κογκρέσο για επιβολή φόρων και περιορισμό των δαπανών να είναι έντονες.

Υπό αυτές τις συνθήκες, η S&P υποβάθμισε σε BB+ το χρέος της Βραζιλίας στις 9 Σεπτεμβρίου ενώ διατήρησε το outlook σε negative. Μένει να διαφανεί αν η Moody's και η Fitch προχωρήσουν σε αντίστοιχη υποβάθμιση, με την Moody's να έχει δηλώσει πρόσφατα ότι δεν προτίθεται να προβεί σύντομα σε αλλαγή της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Βραζιλίας. Για να αποφύγει περαιτέρω υποβαθμίσεις, η κυβέρνηση της Βραζιλίας είναι απαραίτητο να προχωρήσει άμεσα σε μέτρα δημοσιονομικής πειθαρχίας, έτσι ώστε σε συνδυασμό με την περιοριστική νομισματική πολιτική να ανακτήσει την αξιοπιστία της και να ανακάμψει το ρεάλ. Το νόμισμα της Βραζιλίας καταγράφει υποχώρηση 45% έναντι του USD το 2015, ενώ πρόσφατα κατέγραψε νέο ιστορικό χαμηλό στο 4,1783 (23/9/15).

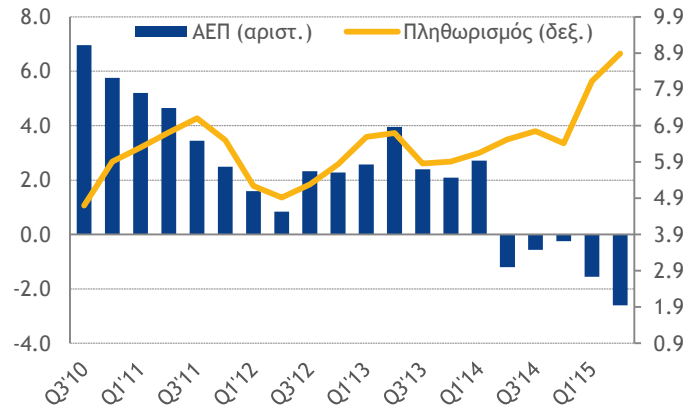
Το 2^ο τριμ. η οικονομία συρρικνώθηκε 2,6% ε/ε με τις επενδύσεις να καταγράφουν τη μεγαλύτερη υποχώρηση, αλλά και την κατανάλωση να παραμένει ασθενική. Η μόνη θετική συνεισφορά προέρχεται από τη μείωση των εισαγωγών λόγω υποτίμησης του Ρεάλ Βραζιλίας. Ωστόσο, οι εξαγωγές έχουν επίσης πληγεί καθώς η Κίνα είναι ο μεγαλύτερος εμπορικός εταίρος της Βραζιλίας κι οι εξαγωγές προς την Κίνα μειώθηκαν 21% ε/ε τον Αύγουστο.

Για το 3^ο τριμ. αναμένεται ότι η οικονομία θα συρρικνωθεί 2,8% (ε/ε) με τις επενδύσεις να εξακολουθούν να είναι ο αδύναμος κρίκος καθώς το σκάνδαλο Petrobras λειτουργεί αποτρεπτικά για τους επενδυτές. Η κατανάλωση πλήττεται καθώς η ανεργία κινείται ανοδικά - τον Ιούλιο αυξήθηκε 7,5% καταγράφοντας ρεκόρ από 6,9% τον Ιούνιο, ενώ οι προβλέψεις κάνουν λόγο για 8,5% το 2016.

Οι προβλέψεις δείχνουν μείωση ΑΕΠ 2,4% το 2015 και -0,5% το 2016. Επιπλέον, ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί στο 8,8% το 2015 και να υποχωρήσει στο 6,2% το 2016. Ο δείκτης τιμών αυξήθηκε 9,5% τον Αύγουστο. Αντίθετα με άλλες ΚΤ, η ΚΤ της Βραζιλίας έχει αυξήσει τα επιτόκια 5 φορές φέτος για να περιορίσει τον πληθωρισμό (βασικό επιτόκιο από το 7% στο 14,5%). Ο επικεφαλής της ΚΤ έχει δηλώσει ότι θα κάνει ό,τι χρειάζεται προκειμένου ο πληθωρισμός να φτάσει τον στόχο 4,5%.

ΓΡΑΦΗΜΑ 21

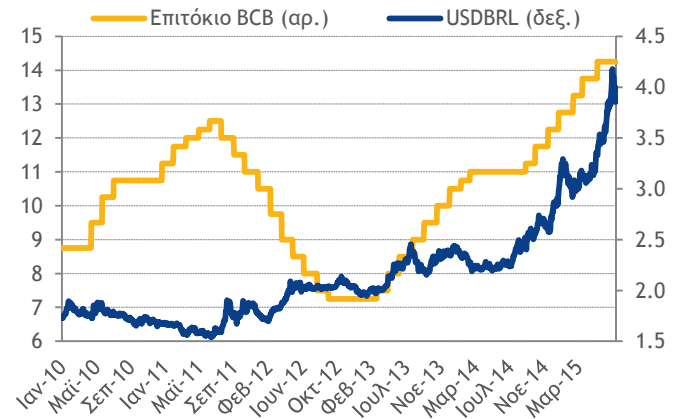
Βραζιλία: ΑΕΠ ε/ε (%) & Πληθωρισμός ε/ε (%)



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 22

Ισοτιμία USDBRL & Βασικό Επιτόκιο BCB



Πηγή: Bloomberg | ISU

Από το 2014, η Βραζιλία παρουσιάζει πρωτογενές έλλειμμα και αναμένεται να έχει δημοσιονομικό έλλειμμα το 2015 και το 2016 με το κρατικό ασφαλιστικό ταμείο να διευρύνει το έλλειμμα του. Παράλληλα, το χρέος αναμένεται να διαμορφωθεί σε 72% το 2016 και να αυξηθεί στο 78% το 2020.

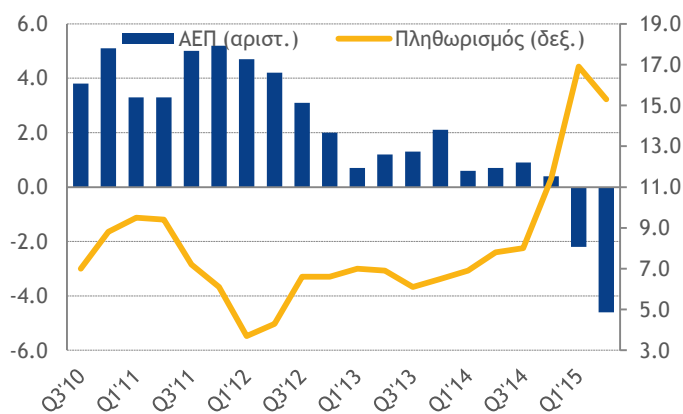
2.7 Ρωσία

Η πτώση της τιμής του πετρελαίου πλήττει τη Ρωσία, το μεγαλύτερο εξαγωγέα πετρελαίου παγκοσμίως, της οποίας το ΑΕΠ συρρικνώθηκε για 2^ο συνεχόμενο 3μηνο το 2^ο τριμ. του 2015 (-4,6% ε/ε) με τις επενδύσεις και την κατανάλωση να καταγράφουν μεγάλη πτώση. Για το σύνολο του 2015, η οικονομία προβλέπεται να συρρικνωθεί 3,8% ενώ από το 2016 αναμένεται να επιστρέψει σε ανάπτυξη (0,3%). Η κατανάλωση πλήττεται από τη μείωση των πραγματικών μισθών (λόγω υψηλού πληθωρισμού). Παράλληλα, οι επενδύσεις καταγράφουν υποχώρηση για 3^ο συνεχόμενο έτος. Εντούτοις, η ρωσική κυβέρνηση δεν έχει προχωρήσει σε μεταρρυθμίσεις προκειμένου να στηρίξει την οικονομία και παράλληλα ακολουθεί περιοριστική δημοσιονομική πολιτική με στόχο να διατηρήσει το δημοσιονομικό έλλειμμα στο 3% του ΑΕΠ, το οποίο επί της παρούσης βρίσκεται στο 2,9%. Η περιοριστική δημοσιονομική πολιτική, σε συνδυασμό με την επεκτατική νομισματική πολιτική που ακολουθεί η κεντρική τράπεζα, δείχνουν ότι η κυβέρνηση δίνει έμφαση στην εσωτερική κατανάλωση και στην ανάκτηση της αξιοπιστίας της ρωσικής οικονομίας, ώστε να περιορίσει τις κεφαλαιακές εκροές.

Τα πρόσφατα στοιχεία που θα προσδιορίσουν το ΑΕΠ 3^{ου} τριμ. ήταν μικτά. Τα στοιχεία Αυγούστου ήταν καλύτερα των εκτιμήσεων με τη βιομηχανική παραγωγή να υποχωρεί 4,3% έναντι εκτίμησης -4,5% και προηγούμενης μείωσης 4,7% τον Ιούλιο. Παράλληλα, οι επενδύσεις υποχώρησαν 6,8% ε/ε τον Αύγουστο ενώ οι εκτιμήσεις έκαναν λόγο για 9% και τον Ιούλιο είχαν μειωθεί 8,5%. Από την άλλη, οι δείκτες κατανάλωσης ήταν χειρότεροι των αναμενόμενων. Οι λιανικές πωλήσεις υποχώρησαν 9,1% τον Αύγουστο κι ο προσαρμοσμένος για τον πληθωρισμό μισθός μειώθηκε κατά 9,8% ε/ε. Εξαγωγές κι εισαγωγές κατέγραψαν μείωση 40,2% και 41,9% τον Ιούλιο αντίστοιχα. Παράλληλα, ο πληθωρισμός κυμαίνεται σε υψηλά επίπεδα σε όλη τη διάρκεια του 2015 με τις τιμές να καταγράφουν αύξηση της τάξης του 15,8% τον Αύγουστο.

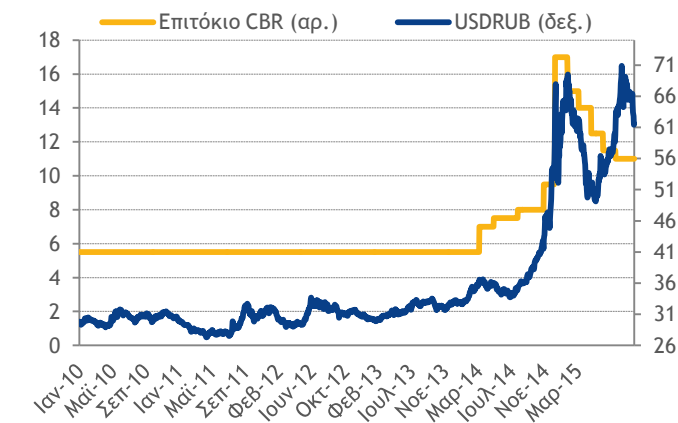
Στην τελευταία της συνεδρίαση το Σεπτέμβριο, η ΚΤ της Ρωσίας διατήρησε αμετάβλητα τα επιτόκια στο 11%, μετά από 5 μειώσεις το περασμένο διάστημα (από 17% τον Ιανουάριο του 2015).

ΓΡΑΦΗΜΑ 23
Ρωσία: ΑΕΠ ε/ε (%) & Πληθωρισμός ε/ε (%)



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 24
Ισοτιμία USDRUB & Βασικό Επιτόκιο CBR



Πηγή: Bloomberg | ISU

Δεν αναμένουμε περαιτέρω μειώσεις μέχρι το τέλος του έτους, καθώς η υποτίμηση του νομίσματος ενισχύει τις πληθωριστικές πιέσεις. Μετά από υποτίμηση σχεδόν 90% το 2014, το ρούβλι ανέκτησε μέρος των απωλειών το 2^ο τριμ. του 2015 (άνοδο έως 30%), αλλά υποχώρησε εκ νέου το 3^ο τριμ. και κατέγραψε νέο ιστορικό χαμηλό στο 70,89 RUB/USD. Έτσι, από την αρχή του έτους σημειώνει απώλειες 7%. Η υποτίμηση λειτούργησε θετικά στο βαθμό που εξισορρόπησε μέρος της πτώσης της τιμής του πετρελαίου.

Στα θετικά της Ρωσίας συγκαταλέγεται η χαμηλή ανεργία στο 5,3% και ο χαμηλός δανεισμός της χώρας, ωστόσο χαμηλές τιμές πετρελαίου θα εξακολουθούν να πλήττουν τη ρωσική οικονομία καθώς τα έσοδα από το πετρέλαιο και το αέριο αποτελούν σχεδόν το 50% των εσόδων της.

2.8 Ελλάδα

Στις 19 Αυγούστου, υπογράφηκε μεταξύ της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και της Ελλάδας το 3^ο Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής (Μνημόνιο Συνεννόησης) τριετούς διάρκειας (Αύγουστος 2015 - Αύγουστος 2018). Μέσω του προγράμματος, η Ελλάδα θα λάβει από τον ESM συνολικό ποσό έως και €86 δισ. με στόχο την εξυπηρέτηση του χρέους, την ανακεφαλαιοποίηση των τραπεζών (€25 δισ.), την αποπληρωμή ληξιπρόθεσμων οφειλών και τη χρηματοδότηση του προϋπολογισμού. Σύμφωνα με τον ESM, οι μεταρρυθμιστικές πολιτικές δομούνται γύρω από τέσσερις πυλώνες: (α) αποκατάσταση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας, (β) διαφύλαξη της χρηματοπιστωτικής σταθερότητας, (γ) ενίσχυση της ανάπτυξης, της ανταγωνιστικότητας και των επενδύσεων, (δ) σύγχρονο κράτος και σύγχρονη δημόσια διοίκηση.

Στις 20 Αυγούστου πραγματοποιήθηκε μια πρώτη εκταμίευση ύψους €13 δισ. ενώ ένα επιπλέον ποσό ύψους €10 δισ. έχει δεσμευτεί σε ειδικό λογαριασμό του ESM και θα είναι διαθέσιμο για την ανακεφαλαιοποίηση και εξυγίανση των τραπεζών. Μεταξύ άλλων, τα κεφάλαια αυτά προορίζονται για την αποπληρωμή του βραχυπρόθεσμου δανείου - γέφυρα ύψους €7,16 δισ. που είχε εκταμιευτεί από τον EFSM στις 20 Ιουλίου.

Με βάση τις προβλέψεις της Ευρωπαϊκής Επιτροπής, το 2015 το πραγματικό ΑΕΠ θα μειωθεί κατά -2,3% και το 2016 κατά -1,3% ενώ η οικονομία θα επανέλθει σε ανάπτυξη το 2017 και 2018. Επίσης, σύμφωνα με τις δεσμεύσεις του προγράμματος θα πρέπει να επιτευχθεί πρωτογενές αποτέλεσμα ύψους -0,25%, 0,5%, 1,75% και 3,5% του ΑΕΠ το 2015, το 2016, το 2017 και το 2018 και μετέπειτα, αντιστοίχως.



Ωστόσο, κατά το Β' τρίμηνο του 2015 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,6% σε ετήσια βάση με συνακόλουθο την αύξηση του ΑΕΠ κατά το πρώτο μισό του έτους κατά 1,1%. Το α' εξάμηνο του 2015 ο ρυθμός ανόδου του ΑΕΠ έφτασε το 1,1% λόγω της θετικής συμβολής της εγχώριας ζήτησης, μέσω της αύξησης της ιδιωτικής και της δημόσιας κατανάλωσης, αλλά και του ακαθάριστου σχηματισμού παγίου κεφαλαίου.

Με βάση τις εκτιμήσεις μας, το αποτέλεσμα του α' εξαμήνου στηρίζει θετικά το ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ για το σύνολο του έτους με αποτέλεσμα να θέτουμε την πρόβλεψη μας στο -0,7%, σε επίπεδα καλύτερα των εκτιμήσεων της ΕΕ, παρά τη σημαντική συρρίκνωση του ΑΕΠ που αναμένουμε για το Β' εξάμηνο του έτους ως συνέπεια των capital controls και των νέων μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής.

Παράλληλα όμως, η υποχώρηση της οικονομίας το τελευταίο εξάμηνο του έτους δημιουργεί ένα αρνητικό carry-over effect για το 2016, ενώ οι θετικοί ρυθμοί του α' εξαμήνου του 2015 δημιουργούν μια υψηλή βάση σύγκρισης και άρα ένα αρνητικό (στατιστικό) εμπόδιο για το αντίστοιχο εξάμηνο του 2016. Συνακόλουθα για το 2016 αναμένουμε μείωση του ΑΕΠ μεταξύ -3% έως -2% και το 2017 αύξηση του ΑΕΠ από 2% έως 3%, σηματοδοτώντας επιστροφή στην ανάπτυξη.

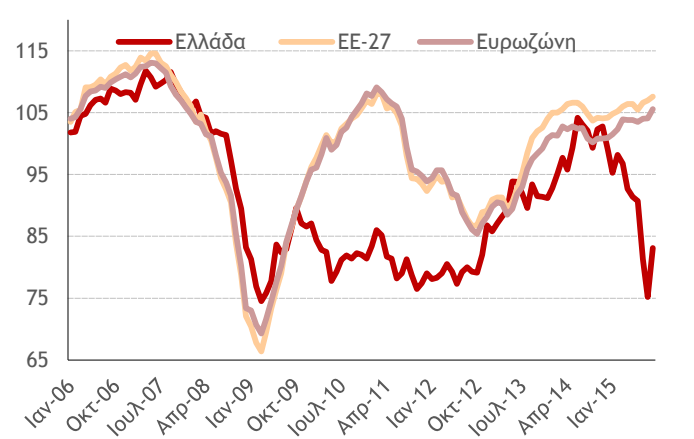
Το Σεπτέμβριο - μετά από ένα εξάμηνο συνεχούς πτωτικής πορείας - ο δείκτης οικονομικού κλίματος αυξήθηκε στις 83,1 μονάδες από 75,2 μνδ. τον Αύγουστο, όπου είχε φτάσει στα χαμηλότερα επίπεδα από τις αρχές του 2009. Η αύξηση του δείκτη προήλθε από όλους τους τομείς επιχειρηματικής δραστηριότητας και από τους καταναλωτές.

Στις 25 Σεπ.'15 η Moody's επιβεβαίωσε τη μακροχρόνια πιστοληπτική αξιολόγηση της Ελλάδας σε «Caa3» και αναβάθμισε το outlook σε σταθερό από αρνητικό, λόγω της έγκρισης του 3ου προγράμματος και του σχηματισμού κυβέρνησης που υποστηρίζει την υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων που απαιτεί το πρόγραμμα. Το σταθερό outlook αντανακλά την άποψη της Moody's ότι ο κίνδυνος για τους πιστωτές είναι πλέον σχετικά ισορροπημένος, δεδομένου ότι οι πρόσφατες εκλογές έχουν οδηγήσει σε ευρεία εκπροσώπηση στη βουλή από κόμματα που έχουν στηρίξει το 3^ο πακέτο διάσωσης.

Αναφορικά με τις εξελίξεις σε επιμέρους τομείς της οικονομίας:

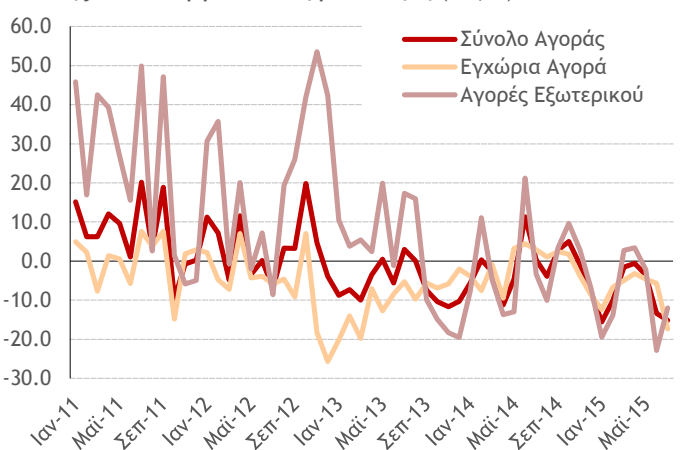
Ο δείκτης κύκλου εργασιών στη μεταποίηση μειώθηκε τον Ιούλιο κατά 15,2% YoY (Ιούλ'14: 0,5% YoY), ως συνέπεια της υποχώρησης του δείκτη εγχώριας αγοράς κατά 17,3% YoY (Ιούλ.'14: 2,9% YoY), και του δείκτη εξωτερικής αγοράς (-12%, Ιούλ.'14: -3,3% YoY).

ΓΡΑΦΗΜΑ 25
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος (sa)



Πηγή: European Commission, DG ECFIN

ΓΡΑΦΗΜΑ 26
Δείκτης κύκλου εργασιών στη μεταποίηση (ε/ε, %)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

ΓΡΑΦΗΜΑ 27
Δείκτης Κύκλου Εργασιών & Όγκου στο Λιανικό Εμπόριο



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ

Τον Ιούλιο, με βάση τα εποχικά εξομαλυμένα στοιχεία, ο δείκτης κύκλου εργασιών στο λιανικό εμπόριο (εκτός καυσίμων και λιπαντικών) μειώθηκε κατά 2,5% σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα σηματοδοτώντας μείωση κατά 4,7% σε ετήσια βάση (Ιουλ.'14: 2,6% YoY). Σε ετήσια βάση αντίστοιχη ήταν η πτώση και του σχετικού δείκτη όγκου (-4,7%, Ιουλ.'14:2,6% YoY).

Αναφορικά με τα στοιχεία του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών, επισημαίνεται ότι από τον Ιούλιο 2015 η Τράπεζα της Ελλάδος προχωρά σε μια σημαντική αλλαγή της μεθοδολογίας κατάρτισης του Ισοζυγίου Πληρωμών, με τη χρήση των στατιστικών εξωτερικού εμπορίου της ΕΛΣΤΑΤ στη θέση των στοιχείων διακανονισμού τραπεζικών συναλλαγών (settlements data). Με βάση τη νέα μεθοδολογία, το 2014 & 2013 σημειώνεται έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, έναντι πλεονάσματος με βάση την προηγούμενη μεθοδολογία. Επιπλέον, τα στοιχεία του 2014 υποδηλώνουν διεύρυνση του ελλείμματος σε σχέση με το 2013 και όχι βελτίωση του πλεονάσματος όπως εμφανιζόταν με βάση την προηγούμενη μεθοδολογία.

Πιο συγκεκριμένα, το έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών έφτασε το 2014 τα €-4,2 δισ. (-2,3% του ΑΕΠ) διευρυμένο κατά €0,5 δισ. σε σχέση με το 2013 (€-3,7 δισ., -2,0% του ΑΕΠ). [προηγούμενη μεθοδολογία: 2014: €1,6 δισ. (0,9% του ΑΕΠ) και 2013: €1,1 δισ. (0,6% του ΑΕΠ)]

Τον Ιούλιο, το πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών διευρύνεται στα €4,3 δισ. έναντι πλεονάσματος €1,3 δισ. τον Ιουλ.'14. Η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην εισροή €1,8 δισ. από την επιστροφή των κερδών από τα SMPs, η οποία οδήγησε στη σημαντική βελτίωση του ισοζυγίου δευτερογενών εισοδημάτων. Τη σχετική εισροή ακολούθησε η μεταφορά των χρημάτων σε λογαριασμό του Ελληνικού Δημοσίου στην ΕΚΤ, ως εξασφάλιση σε μορφή μετρητών προκειμένου να εκταμιευθεί από τον ΕFSM το ποσό των €7,2 δισ. του δανείου-γέφυρα.

Τον Αύγουστο, ο ετήσιος ρυθμός μείωσης της τραπεζικής χρηματοδότησης του εγχώριου ιδιωτικού τομέα διαμορφώθηκε στο -1,6% (Ιουλ.'15: -1,5%).

Τον ίδιο μήνα, η εκτίμηση συνολικής χρηματοδότησης από το ευρωσύστημα ανήλθε στα €124,1 δισ. (Ιουλ.'15: €125,3 δισ.) με την πρόσθετη χρηματοδότηση από τον ΕΛΑ να εκτιμάται στα €84 δισ. (Ιουλ.'15: €85,3 δισ.).

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

| Ελλάδα: Ισοζύγιο Πληρωμών (εκατ. €) | | | | |
|---------------------------------------|-------------------|-------------------|----------|----------|
| | Ιαν.- Ιουλ.'14 | Ιαν.- Ιουλ.'15 | Ιουλ.'14 | Ιουλ.'15 |
| Τρεχουσών Συναλλαγών | -2,656.5 | 357.3 | 1,274.3 | 4,252.1 |
| Ισοζύγιο αγαθών | -12,940.1 | -10,212.9 | -1,994.0 | -634.7 |
| Ισοζύγιο καυσίμων | -3,351.1 | -2,405.6 | -726.1 | -226.9 |
| Ισοζύγιο πλοίων | -1,658.6 | -355.2 | -83.1 | -1.0 |
| Ισοζύγιο αγαθών χωρίς καύσιμα & πλοία | -7,930.5 | -7,452.1 | -1,184.9 | -406.8 |
| Υπηρεσιών | 9,316.5 | 9,073.2 | 3,229.6 | 3,112.1 |
| Πρωτογενών Εισοδημάτων | 760.6 | -198.0 | 26.1 | -54.0 |
| Δευτερογενών εισοδημάτων | 206.5 | 1,695.0 | 12.7 | 1,828.8 |
| Ισοζύγιο Κεφαλαίων | 1,852.0 | 608.8 | 10.1 | 2.4 |
| Χρηματ/κών Συναλλαγών | 1,116.6 | 1,425.3 | 1,245.9 | 4,020.6 |
| Άμεσες Επενδύσεις | -894.8 | 181.8 | -103.8 | 123.6 |
| Επενδύσεις Χαρτοφυλακίου | -3,779.3 | 3,962.1 | 766.2 | 4,531.8 |
| Λοιπές Επενδύσεις | 5,305.7 | -2,564.7 | 613.5 | -850.8 |
| Μεταβολή συναλ/κών διαθεσίμων | 485.0 | -154.0 | -30.0 | 216.0 |
| Τακτοποιητέα στοιχεία | 1,921.2 | 459.3 | -38.5 | -233.9 |

Πηγή: ΤτΕ

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

| Χρηματοδότηση Εγχώριων Επιχειρήσεων και νοικοκυριών (Υπόλοιπο σε € εκατ. & % μεταβολή) | | | |
|--|----------|----------|---------|
| | Ιούν.'15 | Ιουλ.'15 | Αύγ.'15 |
| ΣΥΝΟΛΟ | | | |
| Υπόλοιπο χρηματοδ. | 208,536 | 206,843 | 205,596 |
| (%) 12μηνη μεταβολή | -1.7% | -1.5% | -1.6% |
| ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ | | | |
| Υπόλ. Χρηματοδ. | 98,579 | 97,438 | 96,660 |
| (%) 12μηνη μεταβολή | -0.5% | 0.0% | -0.2% |
| ΕΛΕΥΘΕΡΟΙ ΕΠΑΓΓΕΛΜΑΤΙΕΣ ΑΓΡΟΤΕΣ & ΑΤΟΜΙΚΕΣ ΕΠΙΧΕΙΡΗΣΕΙΣ | | | |
| Υπόλ. χρηματοδ. | 13,606 | 13,538 | 13,502 |
| (%) 12μηνη μεταβολή | -1.5% | -0.6% | -0.6% |
| ΙΔΙΩΤΕΣ & ΙΔΙΩΤΙΚΑ ΜΗ ΚΕΡΔΟΣΚΟΠΙΚΑ ΙΔΡΥΜΑΤΑ | | | |
| Υπόλ. χρηματοδ. | 96,351 | 95,868 | 95,434 |
| (%) 12μηνη μεταβολή | -3.1% | -3.1% | -3.1% |
| 1. Στεγαστικά | | | |
| Υπόλ. χρηματοδ. | 69,005 | 68,657 | 68,293 |
| (%) 12μηνη μεταβολή | -3.4% | -3.4% | -3.5% |
| 2. Καταναλωτικά | | | |
| Υπόλ. χρηματοδ. | 25,821 | 25,692 | 25,634 |
| (%) 12μηνη μεταβολή | -2.3% | -2.5% | -2.5% |
| 3. Λοιπά | | | |
| Υπόλ. χρηματοδ. | 1,525 | 1,519 | 1,507 |
| (%) 12μηνη μεταβολή | 0.4% | 0.5% | 0.5% |

Πηγή: ΤτΕ



3. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Συνεχίζουμε να θεωρούμε ότι ένας συνετός επενδυτής πρέπει να διατηρεί αυξημένη ρευστότητα στο χαρτοφυλάκιο του και να δέχεται την προοπτική χαμηλότερων αποδόσεων βραχυπρόθεσμα προκειμένου να πετύχει υψηλότερες αποδόσεις μεσοπρόθεσμα.

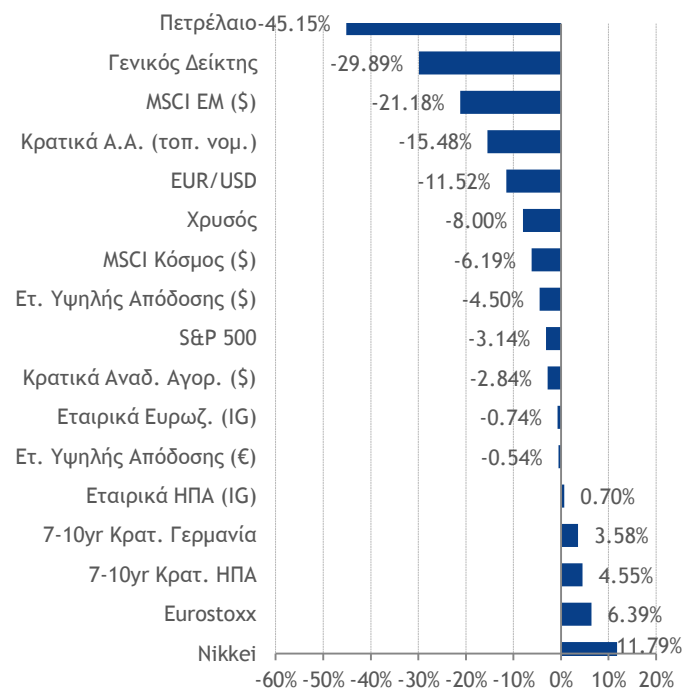
Οι κατώτεροι του ιστορικού μέσου όρου ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης και ο χαμηλός πληθωρισμός επέτρεψαν στις μεγάλες κεντρικές τράπεζες για πολλά έτη να διατηρήσουν πολύ επεκτατικές νομισματικές πολιτικές και στις εταιρείες να διαμορφώσουν σε ιστορικά υψηλά τα περιθώρια κερδοφορίας τους. Το φθινό χρέος τροφοδότησε ένα ράλι ιστορικών διαστάσεων στις αξίες ρίσκου παγκοσμίως.

Ωστόσο, από τις 29 Οκτωβρίου 2014 που τερμάτισε η Fed το QE3, οι επενδύσεις ρίσκου καταγράφουν αρνητικές αποδόσεις. Με εξαίρεση τις μετοχικές αγορές Ιαπωνίας και Ευρωζώνης, οι κεντρικές τράπεζες των οποίων παραμένουν σε φάση επεκτατικής νομισματικής πολιτικής, οι υπόλοιπες αγορές βρίσκονται σε φάση απομόχλευσης. Οι αξίες αναδυομένων αγορών (μετοχές και ομόλογα) καθώς και τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης που είχαν προσελκύσει το μεγαλύτερο όγκο της πλεονάζουσας παγκόσμιας ρευστότητας, πρωταγωνιστούν στην πτώση.

Η κατάρρευση των τιμών των εμπορευμάτων εντείνει τις αποπληθωριστικές πιέσεις, οι οποίες παρόλο που φαίνεται ότι δεν είναι δομικές αλλά κυκλικές, δημιουργούν εύλογες ανησυχίες, ειδικά όταν οι μισθολογικές αυξήσεις παραμένουν σε επίπεδα χαμηλότερα του ιστορικού μέσου όρου και τα επίπεδα του χρέους των περισσότερων μεγάλων οικονομιών συνεχίζουν να αυξάνονται με ταχύτερο ρυθμό από την οικονομία, δημιουργώντας μακροπρόθεσμα προβλήματα βιωσιμότητας.

ΓΡΑΦΗΜΑ 28

Αποδόσεις Βασικών κατηγοριών επένδυσης 29/10/2014–30/09/2015



Πηγή: Bloomberg | ISU

Μεσοπρόθεσμα, το χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, λόγω των χαμηλών πραγματικών επιτοκίων αμβλύνει το πρόβλημα για τις μεγάλες οικονομίες. Ωστόσο, μακροπρόθεσμα απαιτούνται ισχυροί ρυθμοί ανάπτυξης και υψηλός πληθωρισμός για να αντιμετωπιστεί το πρόβλημα της γιγάντωσης του χρέους. Έτσι, περισσότερο θα μας προβληματίζε η αύξηση των μακροχρόνιων πραγματικών επιτοκίων σε περιβάλλον ασθενούς ανάπτυξης, παρά η πτώση τους ακόμα και από τα τρέχοντα επίπεδα. Σοβαρό κίνδυνο αντιμετωπίζει, υπό αυτό το πρίσμα, η οικονομία της Βραζιλίας, η οποία βρίσκεται σε ύφεση, το χρέος της αυξάνεται, ενώ τα δεκαετή επιτόκια της επίσης αυξάνονται.

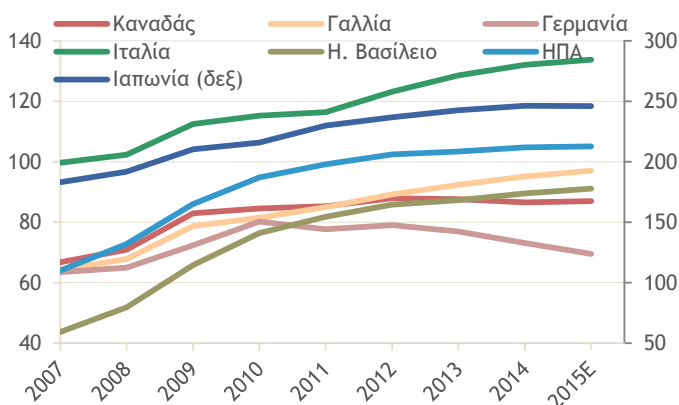
Επίσης, το τελευταίο διάστημα οι οικονομίες βιώνουν μία περίοδο εξασθένησης της μεταποιητικής δραστηριότητας παγκοσμίως. Ο δείκτης μεταποίησης ISM των ΗΠΑ έχει υποχωρήσει σε επίπεδα που υποδεικνύουν στασιμότητα της δραστηριότητας, ενώ η τάση παραμένει πτωτική. Επιβράδυνση παρουσιάζουν οι αντίστοιχοι δείκτες σε Ευρωζώνη, Η. Βασίλειο και Ιαπωνία. Δεν είναι ακόμα σαφές αν έρχεται μία περίοδος ήπιας ύφεσης στο πλαίσιο του υφιστάμενου κύκλου ή αν πρόκειται για το τέλος του τρέχοντος οικονομικού κύκλου. Ωστόσο, υπάρχουν και φωτεινά σημεία τα οποία δεν πρέπει να παραγνωρίζουμε. Οι αγορές εργασίας και κατοικίας συνεχίζουν να βελτιώνονται στις ΗΠΑ, ενώ η κατανάλωση παραμένει ισχυρή. Εκτιμούμε ότι οι ανεπτυγμένες οικονομίες μπορούν να αντέξουν το σοκ από την επιβράδυνση των αναδυομένων, ενώ μπορούν να χρησιμοποιήσουν μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής για να τονώσουν τις οικονομίες τους.

Την ίδια περίοδο, ο ρυθμός αύξησης της κερδοφορίας των επιχειρήσεων στις ΗΠΑ επιβραδύνεται. Οι προβλέψεις για το τρίτο τρίμηνο του έτους δείχνουν πτώση της κερδοφορίας για πρώτη φορά από το 2009. Εντούτοις, με εξαίρεση τον κλάδο ενέργειας, η κερδοφορία του S&P500 αναμένεται να αυξηθεί. Μεγάλο μέρος, ωστόσο, της εταιρικής κερδοφορίας σε όρους EPS προέρχεται από τη μείωση του αριθμού των μετοχών, λόγω των επαναγορών στις οποίες επιδίδονται οι εταιρείες. Χαρακτηριστικά, τα καθαρά κέρδη των εταιρειών του S&P500 θα μειωθούν φέτος 1% ενώ οι εκτιμήσεις για τα κέρδη ανά μετοχή (EPS) δείχνουν αύξηση 5,7%. Τελευταία φορά που παρατηρήθηκε αυτή η διαφοροποίηση ήταν το 2007.

Συνεχίζουν να μας προβληματίζουν οι χαμηλοί ρυθμοί αύξησης των πωλήσεων και οι χαμηλές εκτιμήσεις για το σύνολο του έτους, κυρίως στις ΗΠΑ. Η αύξηση των ωρομισθίων αναμένεται να οδηγήσει τις εταιρείες σε μείωση των περιθωρίων κέρδους ώστε να διατηρήσουν ικανοποιητικούς ρυθμούς αύξησης των πωλήσεων τους. Σε όρους αποτιμήσεων, οι μετοχές δεν φαίνονται

ΓΡΑΦΗΜΑ 29

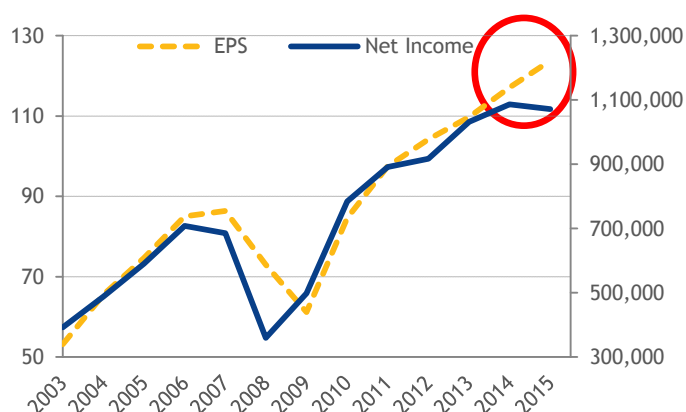
Χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ



Πηγή: ΔΝΤ, World Economic Outlook Database, Οκτ 2015 | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 30

S&P500 Net Income & EPS



Πηγή: FactSet | ISU



ιδιαίτερα ελκυστικές. Ειδικά στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη, οι αποτιμήσεις παραμένουν σε υψηλά δεκαετίες. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον οι αποδόσεις των επενδύσεων ρίσκου θα είναι μικρότερες, η μεταβλητότητα υψηλότερη και η διασπορά των χαρτοφυλακίων δυσκολότερη.

Για αυτό συνεχίζουμε να θεωρούμε ότι ένας συνετός επενδυτής πρέπει να διατηρεί αυξημένη ρευστότητα σε ένα διεθνές χαρτοφυλάκιο και να δέχεται την προοπτική χαμηλότερων αποδόσεων βραχυπρόθεσμα, ώστε να πετύχει υψηλότερες αποδόσεις μεσοπρόθεσμα. Διακρατούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές και στα ομόλογα.

Στις μετοχικές αγορές διατηρούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στην Ιαπωνία, η οποία παρά την εξάρτηση από την αγορά της Κίνας που της στοίχισε τις χειρότερες επιδόσεις έναντι των μετοχικών αγορών στο τρίμηνο, συνεχίζει να ευνοείται από σημαντικούς καταλύτες (νομισματική πολιτική, αναμόρφωση επενδυτικού χάρτη και αναβάθμιση εταιρικής διακυβέρνησης). Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις μετοχές Ευρωζώνης, παρόλο που τα θεμελιώδη δικαιολογούν αυξημένες θέσεις, λόγω των υψηλών αποτιμήσεων. Στις ΗΠΑ είμαστε υποεπενδεδυμένοι, καθώς εκτιμούμε ότι η προοπτική θετικών αποδόσεων της αγοράς για το επόμενο εξάμηνο είναι περιορισμένη. Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση και στις αναδυόμενες αγορές καθώς θεωρούμε ότι η περίοδος της απομόχλευσης δεν έχει τελειώσει. Ωστόσο, αναγνωρίζουμε ότι η καθυστέρηση στην αύξηση των επιτοκίων από την Fed τους δίνει βραχυπρόθεσμα προβάδισμα έναντι των ανεπτυγμένων.

Στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Γερμανίας παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι, καθώς στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις στη λήξη, σταθμίζοντας τον κίνδυνο της διάρκειας, δεν είναι ελκυστικές. Συνεχίζουμε τη διακράτηση θέσεων στα ευρωπαϊκά περιφερειακά ομόλογα λαμβάνοντας υπόψη το QE της ΕΚΤ και τη ζήτηση υψηλότερων αποδόσεων από τους επενδυτές.

Υποβαθμίζουμε τη θέση μας στα κυβερνητικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών, καθώς οι μεγάλες εκροές κεφαλαίων από τις αναδυόμενες οικονομίες δεν έχουν ακόμα αποτυπωθεί στις αποτιμήσεις των ομολόγων. Αναβαθμίζουμε τη θέση μας στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης, καθώς μετά το πρόσφατο άνοιγμα των spreads βλέπουμε επενδυτικές ευκαιρίες, κυρίως στα ομόλογα ΗΠΑ. Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων, λόγω της αύξησης της μόχλευσης των εταιρειών και της επιδείνωσης των συνθηκών εμπορευσιμότητας.

Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, θεωρούμε ότι το δολάριο μετά από μία περίοδο συσσώρευσης, θα

ανακτήσει τη δυναμική του, καθώς η επιτοκιακή διαφορά θα ευνοήσει εκ νέου το δολάριο. Αναθεωρούμε τη θέση στο EUR/USD από ουδέτερη σε υπέρ του USD. Διατηρούμε τη θέση μας στο EUR/GBP υπέρ του GBP, καθώς εκτιμούμε ότι η BoE μπορεί να κάνει την έκπληξη και να είναι η πρώτη κεντρική τράπεζα που θα αυξήσει επιτόκια στον τρέχοντα κύκλο.

Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στο χρυσό, καθώς η επενδυτική ζήτηση συνεχίζει να μειώνεται, ενώ η φυσική ζήτηση και η ζήτηση από κεντρικές τράπεζες δεν παρουσιάζουν σημαντική βελτίωση.

Το πετρέλαιο θα κινηθεί σε εύρος το επόμενο διάστημα, ωστόσο το ρίσκο είναι ανοδικό μετά τις μειώσεις στην παραγωγή και την αναζωπύρωση των γεωπολιτικών αναταράξεων. Διατηρούμε ουδέτερη θέση.

Στον πίνακα της διπλανής στήλης συνοψίζονται οι επενδυτικές θέσεις του ISU.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Επενδυτικές θέσεις ISU

| Κατηγορία Επένδυσης | Επενδυτική Θέση | Αλλαγή |
|-----------------------------------|------------------------|--------|
| Μετοχές | Υποεπενδεδυμένη | |
| Κρατικά Ομόλογα | Υποεπενδεδυμένη | |
| Εταιρικά Ομόλογα | Επενδυτικής Αξιολόγηση | ↑ |
| Εταιρικά Ομόλογα Υψηλών Αποδόσεων | Υποεπενδεδυμένη | |
| Ομόλογα Αναδυομένων Αγορών | Υποεπενδεδυμένη | ↓ |
| Μετρητά | Υπερεπενδεδυμένη | |
| EURUSD | Υπέρ USD | ↓ |
| USDJPY | Ουδέτερη | |
| EURGBP | Υπέρ GBP | |
| Χρυσός | Υποεπενδεδυμένη | |
| Πετρέλαιο | Ουδέτερη | |

Πηγή: ISU



4. ΟΜΟΛΟΓΑ

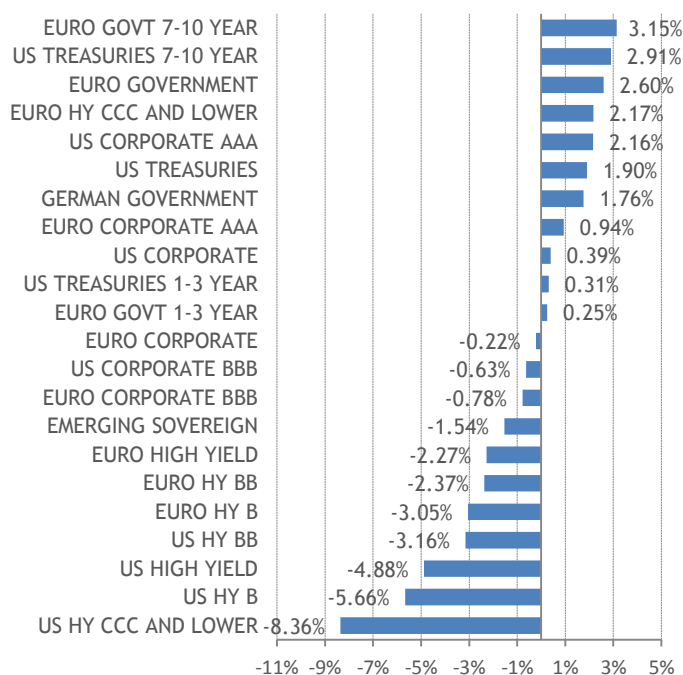
Αναμένουμε οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των ομολόγων ΗΠΑ & Γερμανίας να κινηθούν σε εύρος. Βρίσκουμε ευκαιρίες στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης και στα ομόλογα ευρωπαϊκής περιφέρειας. Μεταβάλλουμε τη θέση μας σε υποεπενδεδυμένη για τα ομόλογα των αναδυόμενων αγορών.

4.1 Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ, Γερμανίας: Αναμένουμε η απόδοση της αμερικανικής δεκαετίας να κινηθεί στο εύρος 2%-2,5% και της γερμανικής δεκαετίας στο 0,5%-1%.

Οι αποδόσεις στη λήξη των κυβερνητικών ομολόγων σε ΗΠΑ και Γερμανία κινούνται από το δεύτερο μισό του 2015 μέσα σε εύρος καθώς επηρεάζονται από δύο αντίρροπες δυνάμεις, γεγονός που εκτιμούμε πως θα διατηρηθεί μέχρι τα τέλη του έτους. Από τη μία, η διαρκής παράταση του σεναρίου αύξησης των επιτοκίων από τη Fed δεν επιτρέπει στις τιμές των ομολόγων να κινηθούν έντονα ανοδικά ακόμα και όταν οι επενδύσεις ρίσκου υποαποδίδουν. Από την άλλη, το μέγεθος της πτώσης περιορίζεται από την ολοένα ηπιότερη ρητορική της Fed, η οποία συνεχώς μειώνει τις εκτιμήσεις της για το μελλοντικό επίπεδο των επιτοκίων και παράλληλα διευρύνει τον αριθμό των συνεδριάσεων ανάμεσα στις οποίες θα υπάρξει αύξηση των επιτοκίων. Βασική αίτια που οι αποδόσεις στη λήξη σε ΗΠΑ και Γερμανία βρίσκονται σε τόσο χαμηλά επίπεδα είναι η απουσία πληθωριστικών πιέσεων. Εφτά χρόνια μετά τη χρηματοπιστωτική κρίση, οι ανεπτυγμένες οικονομίες έχουν εγκλωβιστεί σε ένα οικονομικό περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης και υποτονικών πληθωριστικών προσδοκιών το οποίο στηρίζεται κυρίως στις ενέργειες των κεντρικών τραπεζών, οι οποίες με τη σειρά τους εμφανίζονται

ΓΡΑΦΗΜΑ 31

Απόδοση ομολογιακών δεικτών 3ο τριμ. 2015



Πηγή: Bloomberg, ISU

ανήμπορες να απεμπλακούν από την άνευ προηγουμένου χαλαρή νομισματική τους πολιτική.

Πιστεύουμε πως οι μακροχρόνιες αποδόσεις στη λήξη, σε ΗΠΑ και Γερμανία, θα κινηθούν το επόμενο διάστημα μέσα στο εύρος 2,00-2,50% και 0,50%-1,00% αντίστοιχα. Λαμβάνοντας υπόψη πως η ΕΚΤ και η BoJ θα επεκτείνουν περαιτέρω τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης ενώ η Fed θα καθυστερήσει την ομαλοποίηση της νομισματικής της πολιτικής, οι αποδόσεις θα συνεχίσουν να βρίσκονται σε χαμηλά επίπεδα. Όσο οι κεντρικές τράπεζες αποτυγχάνουν στην επίτευξη του στόχου για πληθωρισμό στο 2%, δεν μπορεί να υπάρξει αποδέσμευση από την υφιστάμενη πολιτική τους.

Η επίτευξη αυτού του στόχου θα ενισχύσει την εμπιστοσύνη των αγορών στις κεντρικές τράπεζες, ενώ θα αποτρέψει μια πρόωρη λάθος ενέργεια σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής.

Στις ΗΠΑ πιστεύουμε ότι η πορεία του πληθωρισμού και της οικονομίας θα καθορίσουν την ώρα της αύξησης των επιτοκίων. Παρά το γεγονός ότι η αγορά εργασίας βελτιώνεται, οι μισθολογικές αυξήσεις είναι περιορισμένες, ενώ η πτώση των τιμών των εμπορευμάτων σε συνδυασμό με την ενίσχυση του δολαρίου δημιουργεί αποπληθωριστικές πιέσεις.

Η σταθεροποίηση και των δυο αυτών παραγόντων (τιμών εμπορευμάτων και δολαρίου) θα ενισχύσει την προσπάθεια απεμπλοκής της Fed από τα μηδενικά επίπεδα επιτοκίων, αλλά αυτό δεν διαφαίνεται να λαμβάνει χώρα σύντομα. Σύμφωνα με τα ΣΜΕ των fed funds, η πιθανότητα αύξησης το Δεκέμβριο ανέρχεται στο 39% ενώ η πιθανότητα αύξησης το Μάρτιο του 2016 ανέρχεται στο 61%. Θεωρούμε πιθανότερο οι αποδόσεις να ενισχυθούν από τα τρέχοντα επίπεδα, ωστόσο η άνοδος τους θα είναι περιορισμένη. Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα αμερικανικά κυβερνητικά ομόλογα. Σε αυτά τα επίπεδα, οι αποδόσεις στη λήξη, σταθμίζοντας τον κίνδυνο της διάρκειας, δεν είναι ελκυστικές. Εκτιμούμε πως το μπροστινό μέρος της αμερικανικής καμπύλης αποδόσεων (1 με 5 χρόνια) θα οδηγήσει την άνοδο καθώς θα πλησιάζουμε στην αύξηση των επιτοκίων.

Στα γερμανικά κυβερνητικά ομόλογα, οι πληθωριστικές προσδοκίες της αγοράς για το 2016 και το 2017 είναι χαμηλότερα από τις προβλέψεις της ΕΚΤ για τον πληθωρισμό. Σε ένα περιβάλλον υποτονικών πληθωριστικών προσδοκιών, όχι μόνο εκτιμούμε πως το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης θα συνεχισθεί μέχρι το Σεπτέμβριο του 2016, αλλά ενδεχομένως να επεκταθεί κιόλας. Λαμβάνοντας επίσης υπόψη το γεγονός ότι η προσφορά νέων ομολόγων είναι μικρότερη από αυτά

ΓΡΑΦΗΜΑ 32
Αποδόσεις δεκαετίας ΗΠΑ & Γερμανία



Πηγή: Bloomberg, ISU

που αγοράζει η ΕΚΤ, αυτό δημιουργεί ανοδικές πιέσεις στις τιμές των ομολόγων. Ωστόσο, θεωρούμε πως η αγορά έχει προεξοφλήσει το χειρότερο σενάριο για τις πληθωριστικές προσδοκίες και θα αντιδράσει ανοδικά από τα τρέχοντα πιεσμένα επίπεδα. Παρά την ασθενέστερη ανάκαμψη της ευρωπαϊκής οικονομίας έναντι των ΗΠΑ, η δυναμική της διατηρείται αναλλοίωτη, η πιστωτική επέκταση βελτιώνεται, ενώ η αγοραστική δύναμη των καταναλωτών έχει αυξηθεί από την πτώση των τιμών πετρελαίου. Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα γερμανικά κυβερνητικά ομόλογα. Πιστεύουμε ότι στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις στη λήξη δεν αποζημιώνουν τους επενδυτές για τον κίνδυνο διάρκειας που εμπεριέχουν.

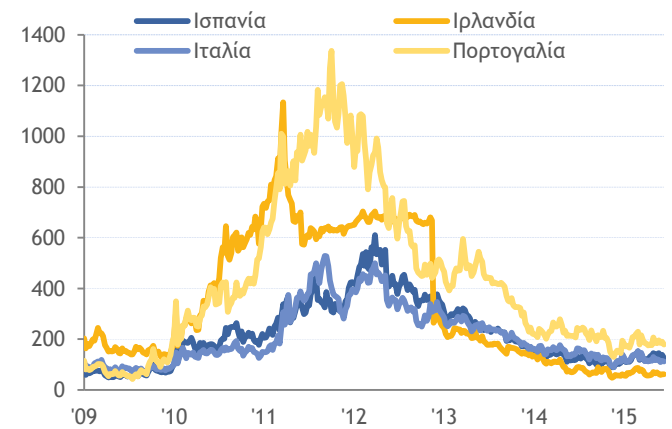
4.2 Ομόλογα περιφέρειας Ευρωζώνης: Διακράτηση θέσεων

Στο προηγούμενο τρίμηνο, μετά την επίτευξη συμφωνίας μεταξύ Ελλάδος-πιστωτών υπήρξε μια αποκλιμάκωση των πιέσεων στα ομόλογα της ευρωπαϊκής περιφέρειας με τα spreads να κινούνται μέσα σε στενό εύρος. Συνεχίζουμε τη διακράτηση θέσεων στα ευρωπαϊκά περιφερειακά ομόλογα καθώς αναμένουμε το επόμενο διάστημα να σταθεροποιηθούν στα τρέχοντα επίπεδα. Λαμβάνοντας υπόψη το γεγονός πως η ΕΚΤ θα εξαντλήσει όλα τα περιθώρια, ώστε να καταστεί εφικτός ο στόχος για πληθωρισμό 2%, αναμένουμε να υπάρξει επέκταση του προγράμματος αγοράς ομολόγων είτε στη διάρκεια είτε στο ποσό αγοράς μηνιαίως. Εκτιμούμε πως αυτός θα είναι ο καταλύτης ώστε η διαφορά των αποδόσεων να μειωθεί περαιτέρω μέχρι τα χαμηλά επίπεδα που είχαν καταγραφεί το Μάρτιο (20-30 μ.β. από τα τρέχοντα επίπεδα).

Ωστόσο, δεν αναμένουμε τα μεγάλα κέρδη του παρελθόντος. Η διαφορά των αποδόσεων έναντι των γερμανικών είναι σε χαμηλά επίπεδα, η εμπορευσιμότητα επιδεινώνεται, ενώ ο κίνδυνος επαναφοράς στο προσκήνιο αστοχίας του ελληνικού προγράμματος είναι υψηλός. Αν και οι συνθήκες στις αγορές είναι εντελώς διαφορετικές σε σχέση με το 2011-12 και οι ευρωπαϊκές οικονομίες είναι πλέον θωρακισμένες έναντι μιας ελληνικής κρίσης, όπως αποδείχτηκε τον περασμένο Ιούνιο, η μεταβλητότητα είναι υψηλή, ενώ παράλληλα εκκρεμούν και οι βουλευτικές εκλογές στην Ισπανία. Ενδιαφέρον αποτελεί η αντιστροφή του premium του spread της Ιταλίας έναντι της Ισπανίας. Αναμένουμε να διατηρηθεί αυτή η σχέση, καθώς οι προοπτικές βελτίωσης στην Ιταλία είναι πιο μεγάλες όταν η Ισπανία έχει ήδη υιοθετήσει το μεγαλύτερο μέρος των μεταρρυθμίσεων και βρίσκεται σε πιο ώριμη φάση της οικονομικής ανάκαμψης.

ΓΡΑΦΗΜΑ 33

Spreads ομολόγων περιφέρειας Ευρωζώνης



Πηγή: Bloomberg, ISU

4.3 Κρατικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών: Μεταβολή σε Υποεπενδεδυμένη από Ουδέτερη Θέση

Τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών σε ξένο νόμισμα είχαν μια πολύ καλή συμπεριφορά στο 3ο τρίμηνο του έτους, καταγράφοντας απώλειες 1,5%, παρά την έντονη πτώση των αντίστοιχων μετοχικών αγορών και την επιδείνωση των οικονομιών τους. Αυτό οφείλεται στη θετική επιτοκιακή διαφορά έναντι των ομολόγων των ανεπτυγμένων αγορών (carry) αλλά και στην ελκυστικότητα των spreads τα οποία βρίσκονται στα υψηλότερα επίπεδα από το 2012 και σχεδόν 100 μ.β. υψηλότερα από το μ.ο. δεκαετίας. Από την άλλη, η νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών στις αναδυόμενες χώρες υπήρξε φιλική προς την αγορά, καθώς είχαν ήδη εισέλθει σε ένα κύκλο νομισματικής χαλάρωσης μέσω της μείωσης των επιτοκίων. Αντίθετα, τα ομόλογα σε τοπικό νόμισμα κατέγραψαν έντονες αρνητικές αποδόσεις (-7,2%), λόγω της υποτίμησης των νομισμάτων των αναδυόμενων χωρών έναντι του δολαρίου.

Διανύοντας στο 4ο τρίμηνο, η αγορά ομολόγων στις αναδυόμενες χώρες αντιμετωπίζει αυξημένες προκλήσεις. Πρώτον, ο ρυθμός ανάπτυξης επιδεινώνεται σε αρκετές μεγάλες οικονομίες, αν και οι αναδυόμενες χώρες συνεχίζουν να εμφανίζουν υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης από τον ανεπτυγμένο κόσμο. Δεύτερον, υπάρχει αβεβαιότητα για τη μελλοντική πορεία των τιμών των εμπορευμάτων από την οποία εξαρτώνται αρκετές οικονομίες. Αυτό όμως που μας ανησυχεί ιδιαίτερα είναι η μείωση των καθαρών κεφαλαιακών εισροών προς τις αναδυόμενες χώρες και ενώ δε φαίνεται να υπάρχει καταλύτης για να υπάρξει αντιστροφή της τάσης. Μάλιστα, το IIF εκτιμά πως θα υπάρξουν καθарές κεφαλαιακές εκροές για πρώτη φορά τις τελευταίες δύο δεκαετίες. Αυτό δημιουργεί ένα φαύλο κύκλο όπου οι κεφαλαιακές ροές εξαρτώνται από την ανάπτυξη, αλλά και η ανάπτυξη εξαρτάται από τις κεφαλαιακές ροές. Επιπλέον, η ζήτηση για τη συγκεκριμένη κατηγορία επενδύσεων παρουσιάζει σημάδια εξασθένησης όπως αυτό υποδεικνύεται από τις εκροές που σημειώνουν τα αμοιβαία κεφάλαια. Καθώς αναμένουμε οι εκροές να αυξηθούν το επόμενο διάστημα, ο συνδυασμός μειωμένης ζήτησης με το ασθενές οικονομικό περιβάλλον θα πλήξει τις αποτιμήσεις.

Παρά το γεγονός πως από την αρχή του χρόνου τα ομόλογα των αναδυόμενων αγορών υπεραποδίδουν έναντι των εταιρικών ομολόγων σε ΗΠΑ και Ευρώπη, εκτιμούμε πως αυτό θα αντιστραφεί στο τελευταίο τρίμηνο του έτους. Προτιμούμε να κατοχυρώσουμε μέρος των κερδών και να μεταβάλλουμε τη θέση μας από

ΓΡΑΦΗΜΑ 34

Spreads ομολόγων αναδυόμενων αγορών (δείκτης JPM EMBI)



Πηγή: Bloomberg, ISU

ουδέτερη σε υποεπενδεδυμένη. Συνεχίζουμε να προτιμούμε να είμαστε τοποθετημένοι σε επενδύσεις σε ξένο νόμισμα καθώς εκτιμούμε πως θα υπεραποδώσουν έναντι αυτών σε τοπικό νόμισμα.

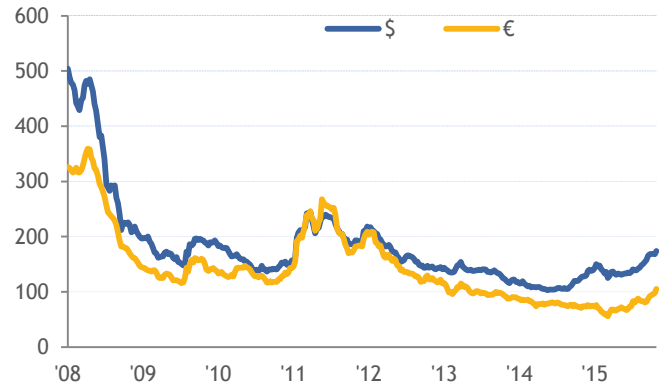
4.4 Εταιρικά ομόλογα: Μεταβολή σε Ουδέτερη από Υποεπενδεδυμένη θέση στα Ομόλογα Επενδυτικής Διαβάθμισης, Υποεπενδεδυμένη θέση στα Ομόλογα Υψηλών Αποδόσεων

Παρά την έντονη πτώση των κυβερνητικών αποδόσεων στη λήξη το προηγούμενο τρίμηνο, το αρνητικό περιβάλλον για τις επενδύσεις ρίσκου δεν ωφέλησε τα εταιρικά ομόλογα με τα spreads να διευρύνονται στα υψηλά 2 ετών. Σε όρους συνολικής απόδοσης οι περισσότερες κατηγορίες εταιρικών ομολόγων κατέγραψαν αρνητικά πρόσημα με τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων να υποαποδίδουν έναντι των ομολόγων επενδυτικής αξιολόγησης.

Τους τελευταίους έξι μήνες παρατηρείται μια εμφανής διεύρυνση των spreads των εταιρικών ομολόγων, η οποία είναι αναλογικά μεγαλύτερη στα ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης. Τόσο τα ευρωπαϊκά όσο και τα δολαριακά spreads βρίσκονται περίπου 50 μ.β. υψηλότερα από τα χαμηλά του έτους. Πιστεύουμε πως αυτή η διεύρυνση οφείλεται κατά κύριο λόγο στη δυναμική αυξημένης προσφοράς και χαμηλής ζήτησης. Η μεγαλύτερη αύξηση της προσφοράς παρατηρήθηκε στις δολαριακές εκδόσεις, σημειώνοντας άνοδο 25% σε ετήσια βάση, οδηγούμενη κυρίως από την έξαρση των δραστηριοτήτων εξαγορών και συγχωνεύσεων, αλλά και των επαναγορών μετοχών και αυξήσεων των μερισμάτων. Επιπλέον, καθώς η αγορά ανέμενε αύξηση των επιτοκίων από την Fed τον Ιούνιο ή το Σεπτέμβριο, πολλοί εκδότες θέλησαν να εκμεταλλευτούν το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης του χρέους τους. Παράλληλα, το χαμηλό κόστος χρηματοδότησης στην Ευρώπη οδήγησε πολλές αμερικανικές εταιρίες να προβούν σε εκδόσεις ομολόγων σε ευρώ. Αν και η αύξηση υπήρξε μικρότερη σε ποσοστό, ωστόσο σε απόλυτη τιμή η προσφορά αυξήθηκε από €-43 δισ. σε €50+ δισ. συμπεριλαμβανόμενων και των εκδόσεων εκείνων που δεν ανα-χρηματοδοτήθηκαν. Σε αντίθεση με την αγορά επενδυτικής αξιολόγησης, η αγορά υψηλών αποδόσεων ήταν λιγότερο ενεργή με την προσφορά να σημειώνει πτώση σε ετήσια βάση. Η υποαπόδοση των ομολόγων υψηλής απόδοσης οδηγήθηκε κυρίως από την πτώση των τιμών των εμπορευμάτων βαρύνοντας κυρίως την αγορά των ΗΠΑ, λόγω της μεγαλύτερης εξάρτησης της από τον κλάδο ενέργειας (περίπου 14%). Εξίσου σημαντική για τη διεύρυνση των spreads υπήρξε η χαμηλή ζήτηση, με τους επενδυτές να

ΓΡΑΦΗΜΑ 35

Spreads ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης



Πηγή: Bloomberg, ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 36

Spreads ομολόγων υψηλής απόδοσης



Πηγή: Bloomberg, ISU

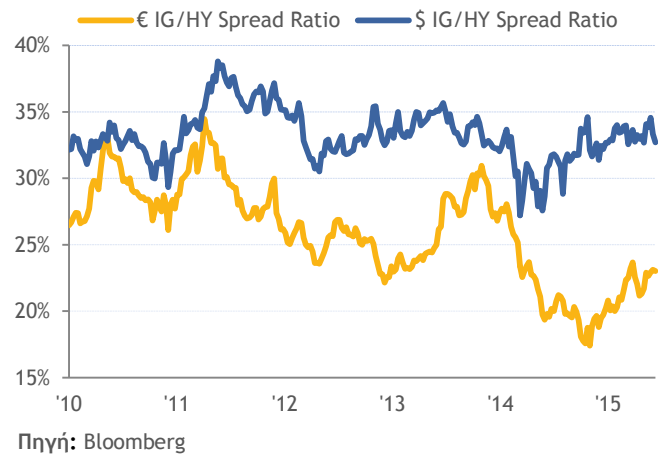
προβαίνουν σε ρευστοποιήσεις μεριδίων αμοιβαίων κεφαλαίων υπό την προοπτική αυξήσεων των επιτοκίων σε ένα περιβάλλον πολύ χαμηλών αποδόσεων στη λήξη.

Το επόμενο διάστημα αναμένουμε η τεχνική εικόνα να βελτιωθεί για τα εταιρικά ομόλογα, καθώς η προσφορά θα μειωθεί και η ζήτηση θα αυξηθεί κάτι που θα ενισχύσει τις αποτιμήσεις. Και αυτό εκτιμούμε πως θα συμβεί γιατί το κύμα συγχωνεύσεων και εξαγορών βρίσκεται σε πτωτική τροχιά, ενώ το μακροοικονομικό και χρηματοοικονομικό περιβάλλον είναι τέτοιο που κατά πάσα πιθανότητα θα αποτρέψει τη Fed να προβεί σε αύξηση επιτοκίων μέσα στο 2015. Υπό αυτό το πρίσμα, πιστεύουμε ότι τα spreads των εταιρικών ομολόγων θα κινηθούν χαμηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα.

Προτιμούμε τα ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης καθώς πιστεύουμε ότι ενδεχόμενη μείωση των spreads θα είναι αναλογικά μεγαλύτερη σε σχέση με την κατηγορία ομολόγων υψηλών αποδόσεων. Βλέπουμε περισσότερη αξία στις δολαριακές εκδόσεις λόγω του premium έναντι των ευρωπαϊκών spreads.

Μεταβάλλουμε τη θέση μας από υποεπενδεδυμένη σε ουδέτερη για τα ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης, ενώ διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση μας στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων. Πιστεύουμε ότι η κατηγορία επενδυτικής αξιολόγησης είναι πιο ελκυστική σε όρους αποτιμήσεων, καθώς θα αντιστραφεί η ανοδική πορεία του λόγου των spreads των δύο κατηγοριών, που έχει σημειωθεί από την αρχή του έτους τόσο σε ευρώ όσο και σε δολάριο.

ΓΡΑΦΗΜΑ 37
Λόγος spreads IG/HY



5. ΜΕΤΟΧΕΣ

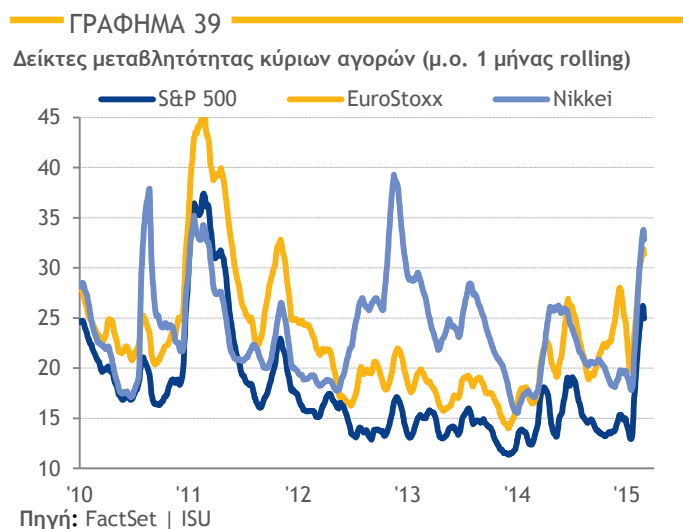
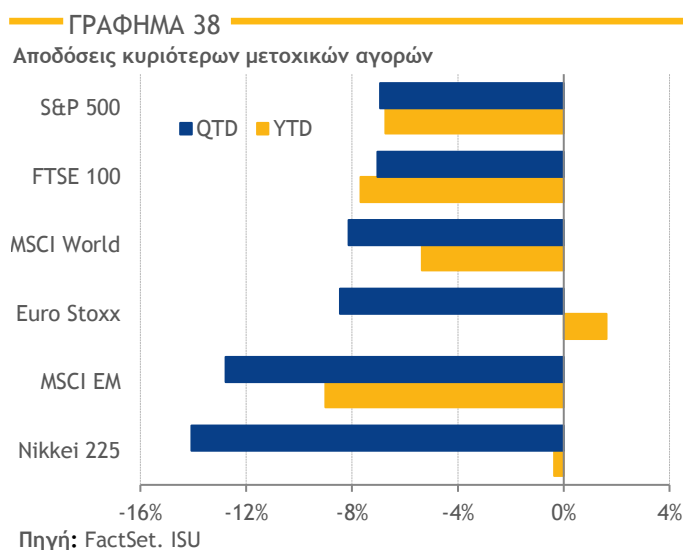
Η κερδοφορία επιβραδύνεται, οι αποτιμήσεις δεν είναι ιδιαίτερα ελκυστικές και η παγκόσμια οικονομία επιβραδύνεται. Προτιμούμε Ιαπωνία, Ευρωζώνη, ενώ παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι σε ΗΠΑ και αναδυόμενες αγορές.

Το σύνολο των μετοχικών αγορών έκλεισε το 3^ο τρίμηνο με τις μεγαλύτερες απώλειες από το Σεπτέμβριο του 2011, ενώ για την Ιαπωνία ήταν η μεγαλύτερη 3μηνιαία πτώση από τον Ιούνιο του 2010. Οι ανησυχίες για τις επιπτώσεις της επιβράδυνσης της Κινέζικης οικονομίας στην παγκόσμια οικονομία και στην κερδοφορία των επιχειρήσεων πυροδότησαν ρευστοποιήσεις από τους επενδυτές.

Η Ιαπωνία ξεχώρισε αρνητικά στο 3μηνο και απώλεσε το σύνολο των κερδών από την αρχή του έτους λόγω της εμπορικής εξάρτησης που παρουσιάζει από την οικονομία της Κίνας. Πλέον, η περίοδος χαμηλής μεταβλητότητας που επικράτησε στις μετοχικές αγορές από το 2012 είναι παρελθόν (γράφημα 39).

Η ενίσχυση του ρίσκου, δημιουργεί νευρική κατάσταση στους μετοχικούς επενδυτές όπως φαίνεται από την αύξηση της διασποράς των αποδόσεων των εταιρειών που περιλαμβάνονται στους κύριους δείκτες (γράφημα 40).

Οι αποτιμήσεις στις ανεπτυγμένες αγορές υποχώρησαν λόγω της πρόσφατης διόρθωσης, ωστόσο δεν χαρακτηρίζονται ελκυστικές (γράφημα 41). Σε όρους Last12m P/E, η Ιαπωνία αποτελεί την εξαίρεση και παραμένει ελκυστική καθώς διαπραγματεύεται σε χαμηλότερα επίπεδα έναντι του S&P500 και του EuroStoxx ενώ παραμένει σε discount έναντι του μέσου όρου 5ετίας και 10ετίας. Στους επιμέρους κύριους δείκτες, ο S&P500 και ο EuroStoxx διαπραγματεύονται



σε premium άνω του 10% έναντι των ιστορικών μέσων. Οι αναδυόμενες αγορές είναι φθηνές σε απόλυτο και σε σχετικό μέγεθος, ωστόσο δεν χαρακτηρίζονται ελκυστικές στην παρούσα συγκυρία, καθώς η αγορά λαμβάνει υπόψη την επιβράδυνση των μεγεθών τους.

Σε επίπεδο κερδοφορίας, η Ιαπωνία παραμένει η μόνη περιοχή όπου οι εκτιμήσεις για τα κέρδη του 2016 έχουν αναθεωρηθεί ανοδικά (γράφημα 42). Αντίθετα, τα κέρδη του S&P500 έχουν αναθεωρηθεί πτωτικά για την ίδια περίοδο λόγω της σημαντικής έκθεσης της αγοράς στον κλάδο ενέργειας και της ανατίμησης του δολαρίου που πλήττει τις εξαγωγές. Στην Ευρωζώνη, μετά από περίοδο σταθεροποίησης του momentum κερδοφορίας, η τάση στη συνέχεια ήταν πτωτική λόγω της σημαντικής έκθεσης στις αναδυόμενες αγορές.

Στον πίνακα 4, παρατίθενται συγκεντρωτικά οι εκτιμήσεις για τις κυριότερες μετοχικές αγορές το 2016.

Για το επόμενο εξάμηνο, η αύξηση της μεταβλητότητας θα διατηρήσει τους επενδυτές σε στάση επιφυλακής. Η αβεβαιότητα για την οικονομία της Κίνας, οι παρεμβάσεις από την Κινέζικη κυβέρνηση που δεν πείθουν, οι υψηλές αποτιμήσεις, το πτωτικό momentum στην εταιρική κερδοφορία, οι εκλογές στην Ισπανία καθώς και μια πιθανή αύξηση των επιτοκίων από την Fed, διατηρούν αρνητικούς καταλύτες στην επιφάνεια και δημιουργούν προϋποθέσεις για περαιτέρω διόρθωση της αγοράς. Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές

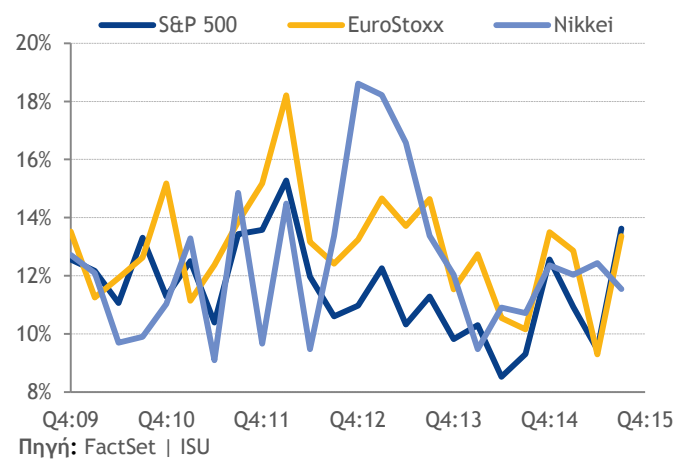
5.1 ΗΠΑ: Υποεπενδεδυμένη θέση

Οι πιθανότητες για αύξηση των επιτοκίων από τη Fed στη διάρκεια του 2015 διατηρούνται, με την αγορά, βάσει ιστορικών στοιχείων, να επηρεάζεται άμεσα από την απόφαση. Ιστορικά, μετά από περιόδους αύξησης των επιτοκίων, ο S&P500 υποχωρεί τους πρώτους 1-3 μήνες σε ποσοστό από 6% έως 8% για να ανακάμψει στη συνέχεια.

Το επενδυτικό ενδιαφέρον εστιάζεται στις ανακοινώσεις των εταιρικών αποτελεσμάτων για το 3ο 3μηνο του έτους. Για ένα ακόμη 3μηνο, οι εκτιμήσεις των αναλυτών συγκλίνουν σε μείωση κερδοφορίας 5,0% και αναμένουμε να δούμε εάν αυτή τη φορά, οι προσδοκίες επιβεβαιωθούν (γράφημα 43). Εάν οι εκτιμήσεις γίνουν πράξη, θα είναι η 1^η φορά που υποχωρεί η κερδοφορία σε 3μηναία βάση από το 2009. Σε κλαδικό επίπεδο, 5 στους 10 κλάδους αναμένεται να παρουσιάσουν πτώση κερδοφορίας (ενέργεια, πρώτες ύλες, βιομηχανία, μη κυκλικά προϊόντα, κοινή ωφέλεια). Οι προσδοκίες για την αύξηση των πωλήσεων είναι ιδιαίτερα χαμηλές,

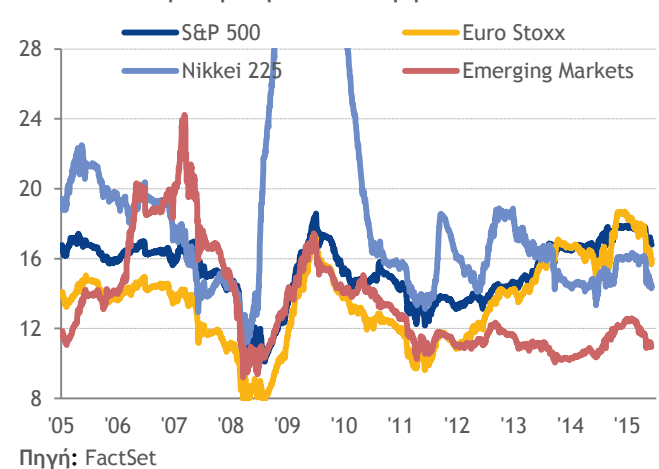
ΓΡΑΦΗΜΑ 40

Διασπορά αποδόσεων μετοχών εντός δεικτών



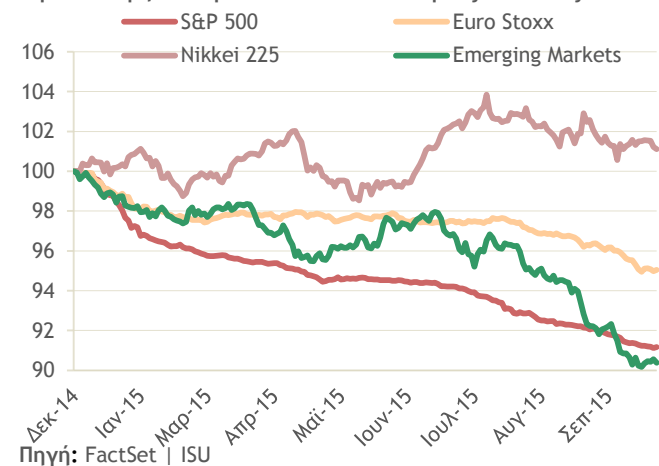
ΓΡΑΦΗΜΑ 41

Last12m P/E κυριότερων μετοχικών αγορών



ΓΡΑΦΗΜΑ 42

Πορεία εκτιμήσεων για το EPS 2016 από αρχές του έτους



ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Εκτιμήσεις για το 2016 για τις κυριότερες μετοχικές αγορές

| | μτθ % | | | P/E | P/B | D/Y | EV/ | ROE | N.Debt |
|-------------|-------|-----|------|------|-----|------|--------|-----|--------|
| | πωλ. | EPS | μερ. | | V | | Ebitda | | /Ebitd |
| S&P 500 | 7% | 9% | 7% | 16.5 | 4.2 | 2.4% | 10.0 | 22% | 0.49 |
| Euro stoxx | 5% | 8% | 9% | 14.8 | 2.1 | 3.7% | 8.4 | 14% | 0.98 |
| Nikkei 225 | 3% | 8% | 10% | 14.6 | 1.3 | 2.4% | 8.2 | 10% | 1.33 |
| FTSE 100 | 3% | 6% | 7% | 15.7 | 3.5 | 4.4% | 9.9 | 22% | 1.33 |
| Em. Markets | 8% | 9% | 9% | 12.9 | 2.3 | 3.5% | 8.8 | 16% | 0.74 |

Πηγή: FactSet | ISU

μόλις 1,0%, καθώς οι εξαγωγικές εταιρίες έχουν πληγεί από την ενίσχυση του δολαρίου, ενώ οι κλάδοι ενέργειας και πρώτων υλών από την πτώση της τιμής των εμπορευμάτων.

Σε επίπεδα αποτιμήσεων, ο S&P500 διαπραγματεύεται με premium σε όρους P/E (γράφημα 41) και P/BV έναντι του μέσου 10ετίας, καθιστώντας το δείκτη λιγότερο ελκυστικό.

Τα προηγούμενα χρόνια, οι εταιρίες ακολουθούσαν ιδιαίτερα φιλική πολιτική απέναντι στους μετόχους μέσω επαναγορών μετοχών και πληρωμής μερισμάτων, ωθώντας τις τιμές των μετοχών σε υψηλότερα επίπεδα. Με τις επαναγορές των μετοχών και την πληρωμή μερισμάτων να βρίσκονται κοντά σε ιστορικά υψηλά, θεωρούμε ότι είναι δύσκολο να συνεχιστεί η ίδια πολιτική, καθώς η εταιρική κερδοφορία επιβραδύνεται, ενώ μια αύξηση των επιτοκίων από την Fed αυξάνει το κόστος χρήματος. Το ανησυχητικό είναι ότι το συνολικό ποσό που έχει διατεθεί το 2015 για επαναγορές ιδίων μετοχών και μερίσματα είναι υψηλότερο, τόσο από τα καθαρά κέρδη, όσο και τις ελεύθερες ταμειακές ροές και βρίσκεται σε επίπεδα 2008 (γράφημα 44).

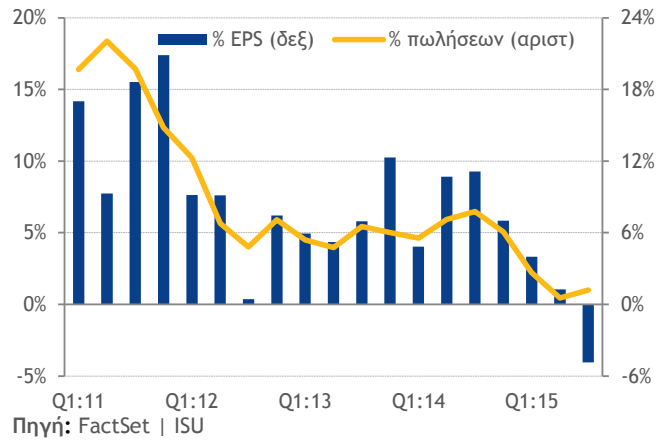
Τα υψηλά ταμειακά διαθέσιμα έδιναν τη δυνατότητα στις εταιρίες να τα αξιοποιήσουν για επαναγορά μετοχών, ενώ ως ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης ξεπερνούσαν το 10%. Μετά την ενίσχυση της μετοχικής αγοράς, η σχέση μεταξύ ταμειακών διαθεσίμων ως προς τη συνολική κεφαλαιοποίηση έχει υποχωρήσει σε επίπεδα 2008 (γράφημα 45).

Η ύπαρξη υψηλών ταμειακών διαθεσίμων δεν συνεπάγεται ότι η ποιότητα των εταιρικών ισολογισμών βρίσκεται σε αντίστοιχα υψηλό σημείο. Αντίθετα, ο καθαρός δανεισμός των εταιριών ως ποσοστό των ιδίων κεφαλαίων έχει αυξηθεί από το 40% που ήταν το 2011 στο 54% (γράφημα 45).

Η οικονομία των ΗΠΑ διατηρεί θετικούς ρυθμούς ανάπτυξης, ωστόσο οι ενδείξεις επιβράδυνσης είναι ορατές, με το δείκτη μεταποίησης ISM να διαμορφώνεται σε χαμηλά 2ετίας. Εάν συνεχιστεί η επιβράδυνση της οικονομίας, τότε πρόκειται για αρνητική εξέλιξη καθώς θα έχει ολοκληρωθεί ένας οικονομικός κύκλος χωρίς να έχει γίνει αύξηση επιτοκίων.

Η εταιρική κερδοφορία πλησιάζει στα υψηλά της, με τα περιθώρια κέρδους να βρίσκονται σε αντίστοιχα επίπεδα καθώς το κόστος έχει μειωθεί αρκετά (πετρέλαιο, επιτόκια). Με δεδομένο ότι ο ρυθμός αύξησης των πωλήσεων επιβραδύνεται, τα περιθώρια κέρδους πιθανόν να υποχωρήσουν ενώ οι εταιρείες συγκεντρώνουν αποθέματα, τα οποία ως ποσοστό επί

ΓΡΑΦΗΜΑ 43
Μτβ% EPS & πωλήσεων (€/€) - εκτιμήσεις για το Q3:15



ΓΡΑΦΗΜΑ 44
Μερίσματα & επαναγορές ως ποσοστό καθαρών κερδών και FCF



ΓΡΑΦΗΜΑ 45
Ταμειακά διαθέσιμα, καθαρός δανεισμός & ίδια κεφάλαια S&P500



ΓΡΑΦΗΜΑ 46
Περιθώρια κέρδους & αποθέματα / πωλήσεις



των πωλήσεων βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα (γράφημα 46). Εξακολουθούμε να διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση μας στις ΗΠΑ.

Κεφαλαιοποίηση: Μικρή vs Μεγάλη

Η μικρή κεφαλαιοποίηση (S&P600) υποχώρησε περισσότερο έναντι της αγοράς στο 3^ο τρίμηνο, περιορίζοντας την υπεραπόδοση της έναντι του S&P 500 από την αρχή του έτους. Η αβεβαιότητα στην Κίνα και η αύξηση της μεταβλητότητας συνετέλεσαν σε εντονότερη πτώση, την περίοδο Ιουλίου - μέσα Αυγούστου, αλλά στη συνέχεια η υποαπόδοση περιορίστηκε. Η επιβράδυνση της Κινέζικης οικονομίας επηρεάζει αρνητικά τις εξαγωγικές εταιρίες, που ανήκουν κυρίως στη μεγάλη κεφαλαιοποίηση, σε αντίθεση με τη μικρή κεφαλαιοποίηση που εξαρτάται από την εγχώρια κατανάλωση, η οποία αναπτύσσεται με ικανοποιητικούς ρυθμούς. Ιστορικά, σε αρκετές περιόδους, η μικρή κεφαλαιοποίηση υπεραποδίδει έναντι της μεγάλης παράλληλα με την ενίσχυση του δολαρίου.

Σε επίπεδο αποτιμήσεων, η μικρή κεφαλαιοποίηση είναι σε λογικά επίπεδα, καθώς, αν και έχει υψηλότερο Last 12m P/E από τον S&P500, διαπραγματεύεται μόλις 3% υψηλότερα από το μέσο όρο 10ετίας (έναντι 8% για S&P500), ενώ το premium του S&P600 έναντι του S&P500 διαμορφώνεται στο 18% από 24%, που είναι κατά μέσο όρο στην 10ετία (γράφημα 47).

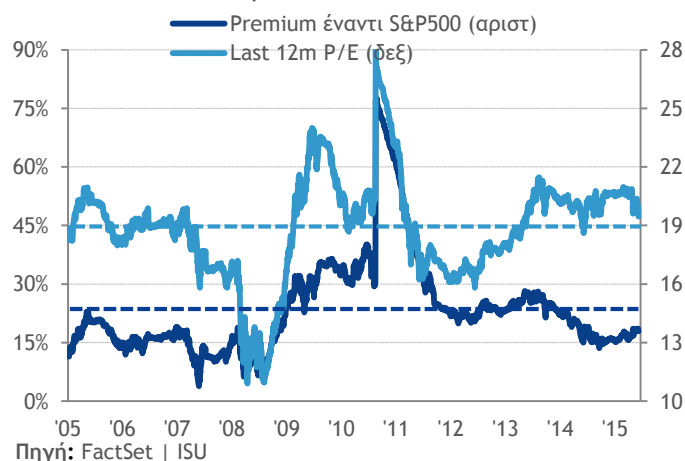
Η μικρή κεφαλαιοποίηση παραμένει ελκυστική έναντι της μεγάλης, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της αγοράς για το 2016, καθώς αν και έχει υψηλότερο P/E, η κερδοφορία και οι πωλήσεις αναμένεται να ενισχυθούν με υψηλότερους ρυθμούς έναντι του S&P500, δικαιολογώντας το premium στις αποτιμήσεις (πίνακας 6).

Κλάδοι: Προτίμηση σε Τεχνολογία και Υγεία

Ο κλάδος της κοινής ωφέλειας ήταν ο μόνος με θετικό πρόσημο στο 3^ο τρίμηνο, καθώς η διατήρηση των μηδενικών επιτοκίων από τη Fed έστρεψε το επενδυτικό ενδιαφέρον προς την υψηλή μερισματική απόδοση του κλάδου, ενώ ακολούθησε ο κλάδος των μη κυκλικών προϊόντων με οριακές απώλειες. Στον αντίποδα, οι κλάδοι ενέργειας και πρώτων υλών είχαν τις μεγαλύτερες απώλειες, επηρεασμένοι από την πτώση της τιμής των εμπορευμάτων, ενώ σημαντικές πιέσεις δέχθηκε ο κλάδος υγείας στον απόηχο των δηλώσεων της Χίλαρι Κλίντον ότι θα περιορίσει την υπερβολική τιμολόγηση των φαρμάκων.

Παρά την πρόσφατη υποχώρηση, ο κλάδος υγείας εξακολουθεί και έχει μία από τις καλύτερες αποδόσεις από την αρχή του έτους, ενώ οι αποτιμήσεις διαμορ-

ΓΡΑΦΗΜΑ 47
S&P600: Last12m P/E & premium έναντι S&P500

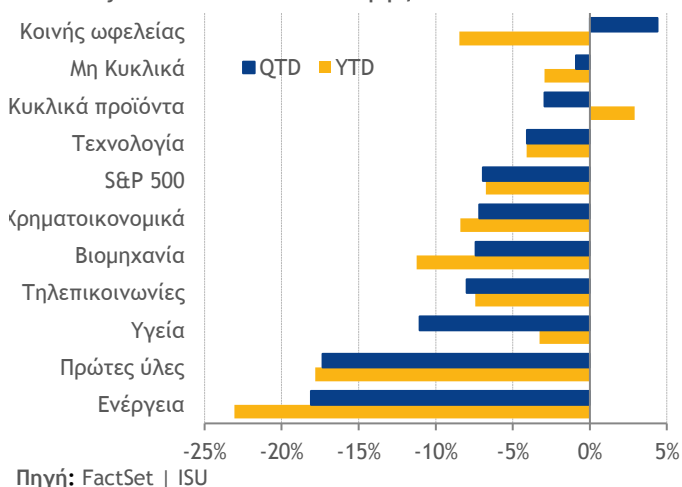


ΠΙΝΑΚΑΣ 5
Εκτιμήσεις για το 2016 για μεγάλη και μικρή κεφαλαιοποίηση

| | μτβ % | | P/E | P/B | D/Y | EV/ | ROE | N.Debt | |
|---------|-------|-----|------|------|-----|--------|------|--------|------|
| | πωλ. | EPS | μερ. | V | | Ebitda | | /Ebitd | |
| S&P 600 | 8% | 21% | 5% | 18.4 | 2.4 | 1.7% | 8.1 | 13% | 0.75 |
| S&P 500 | 7% | 9% | 7% | 16.5 | 4.2 | 2.4% | 10.0 | 22% | 0.49 |

Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 48
Αποδόσεις κλάδων S&P500 στο 3ο τρίμηνο



ΠΙΝΑΚΑΣ 6
Εκτιμήσεις για το 2016 για τους κύριους κλάδους του S&P500

| | μτβ % | | P/E | P/B | D/Y | EV/ | ROE | N.Debt | |
|-------------|-------|-----|------|------|-----|--------|------|--------|-------|
| | πωλ. | EPS | μερ. | V | | Ebitda | | /Ebitd | |
| Κυκλικά Προ | 8% | 14% | 7% | 17.4 | 8.1 | 1.7% | 10.8 | 27% | 0.71 |
| Financials | - | 10% | 11% | 15.4 | 1.8 | 2.6% | - | 11% | - |
| Τεχνολογία | 8% | 9% | 8% | 17.2 | 4.4 | 1.6% | 9.6 | 26% | -1.33 |
| Βιομηχανία | 4% | 14% | 7% | 14.7 | 4.3 | 2.6% | 8.8 | 26% | 0.65 |
| Υγεία | 7% | 8% | 9% | 16.0 | 3.8 | 1.8% | 11.0 | 23% | 0.39 |
| Μη Κυκλ Πρ | 4% | 6% | 7% | 18.5 | 8.0 | 2.8% | 11.9 | 53% | 1.63 |
| Ενέργεια | 8% | 11% | 3% | 23.1 | 1.7 | 3.7% | 7.9 | 7% | 1.62 |
| Κ. Ωφέλεια | 3% | 6% | 5% | 15.4 | 1.5 | 4.1% | 9.3 | 11% | 4.25 |
| Πρ. Ύλες | 4% | 10% | 3% | 14.1 | 3.6 | 2.5% | 8.3 | 27% | 1.45 |
| Τηλ/ωνίες | 8% | 5% | 3% | 11.2 | 1.8 | 5.6% | 5.8 | 15% | 2.11 |

Πηγή: FactSet | ISU

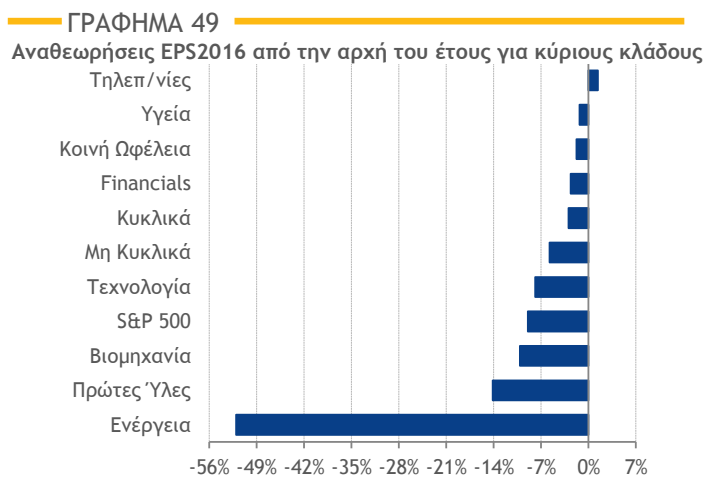
φώνονται σε fair value επίπεδα. Στα θετικά του κλάδου είναι τα δυνατά θεμελιώδη, καθώς έχει υψηλά ταμειακά διαθέσιμα (cash/κεφαλαιοποίηση 9%, από τα υψηλότερα μεταξύ των κλάδων), χαμηλότερη μόχλευση από την αγορά (net debt/equity 0,43x), ενώ τα κέρδη για το 2016 έχουν αναθεωρηθεί λιγότερο πτωτικά σε σχέση με το σύνολο των κλάδων (εκτός τηλ/νίες) (γράφημα 49).

Η **τεχνολογία** διατηρείται κύρια κλαδική επιλογή μας, καθώς σε σχέση με την αγορά είναι σε καλύτερο επίπεδο αποτιμήσεων και θεμελιωδών. Το μεγάλο πλεονέκτημα του κλάδου είναι τα υψηλά ταμειακά διαθέσιμα, ενώ είναι ο μόνος κλάδος όπου τα μετρητά είναι περισσότερα από το χρέος (γράφημα 50). Στις αποτιμήσεις, ο κλάδος διαπραγματεύεται σε όρους Last12m P/E και P/BV όσο είναι ο μέσος όρος 10ετίας (16,7x και 3,8x αντίστοιχα) ενώ η μερισματική απόδοση είναι υψηλότερη από το μέσο όρο (Last12m 1,41% έναντι μ.ο. 1,06%). Εάν εξετάσουμε τους παραπάνω δείκτες σε σχέση με την αγορά, ο κλάδος παραμένει ελκυστικός.

Ο **χρηματοοικονομικός** κλάδος παραμένει στις κύριες προτιμήσεις μας καθώς έχει άμεση συσχέτιση με την πορεία της οικονομίας των ΗΠΑ, η οποία διατηρεί τη θετική δυναμική της. Η άνοδος των μακρινών αποδόσεων και το steepening της καμπύλης δημιουργούν τις συνθήκες για διατήρηση ικανοποιητικής κερδοφορίας το 2016 (πίνακας 6). Ο κλάδος αναμένεται να αυξήσει το μέρισμα 11% το 2016, τη μεγαλύτερη αύξηση μεταξύ των κλάδων, ενώ το payout ratio (μερίσματα και επαναγορές μετοχών) διαμορφώθηκε στο 72% στο 2^ο τρίμηνο, από τα χαμηλότερα μεταξύ των κλάδων. Με βάση τις παραμέτρους αυτές, είναι πιθανόν το συνολικό ποσό που θα διανείμει ο κλάδος με οποιαδήποτε μορφή ως προς το σύνολο της αγοράς να αυξηθεί (γράφημα 51).

Διατηρούμε ουδέτερη θέση στους κλάδους των **κυκλικών προϊόντων** και της **βιομηχανίας** καθώς οι εκτιμήσεις για τον υψηλότερο ρυθμό αύξησης κερδών το 2016 (+14%), αντισταθμίζεται από τα fair value επίπεδα των αποτιμήσεων και το υψηλότερο payout ratio (μερίσματα + επαναγορές) μεταξύ των κλάδων, το οποίο είναι μεγαλύτερο του 1 και είχε βοηθήσει τις μετοχές του κλάδου να ενισχυθούν περισσότερο από την αγορά (γράφημα 52).

Παραμένουμε ουδέτεροι για τους κλάδους των **τηλεπικοινωνιών** και της **κοινής ωφέλειας**. Είναι οι κλάδοι με την υψηλότερη εκτιμώμενη μερισματική απόδοση για το 2016 (5,5% και 4,1% αντίστοιχα), ενώ η επικείμενη αύξηση των επιτοκίων από την Fed τους καθιστά λιγότερο ελκυστικούς, καθώς αυξάνει το κόστος δανει-



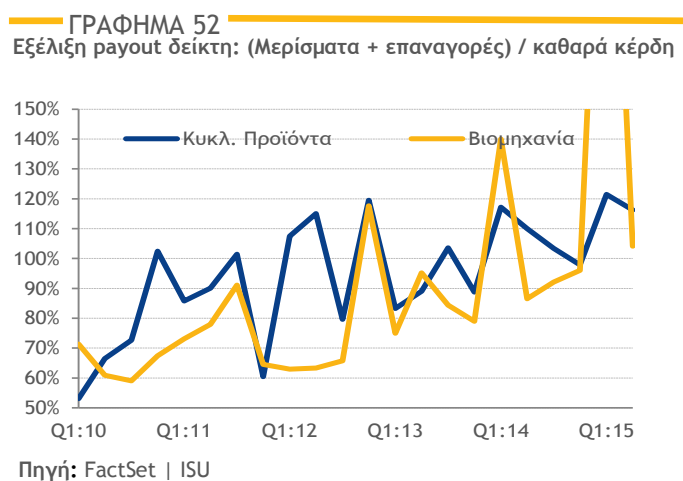
Πηγή: FactSet | ISU



Πηγή: FactSet | ISU



Πηγή: FactSet | ISU



Πηγή: FactSet | ISU



σμού για τους πλέον μοχλευμένους κλάδους (γράφημα 53).

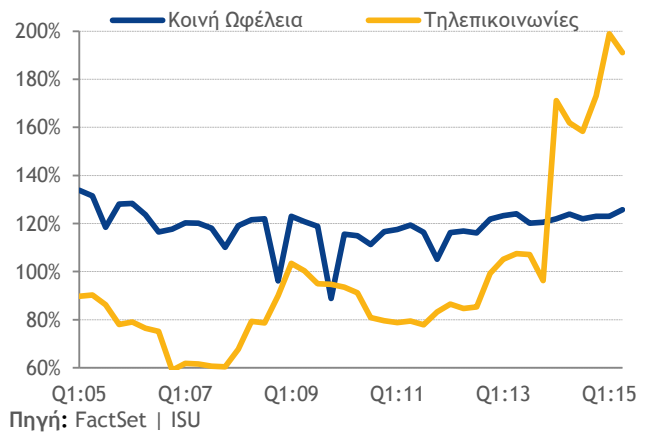
Ο κλάδος των πρώτων υλών έχει υστερήσει σημαντικά έναντι της αγοράς και θεωρούμε ότι είναι πιθανόν να συνεχιστεί η πτώση, όσο υπάρχει η αβεβαιότητα για την Κινεζική οικονομία. Πρόκειται για τον κλάδο με τη μεγαλύτερη συσχέτιση με την πορεία του MSCI Κίνα (γράφημα 54), γεγονός που μας κάνει επιφυλακτικούς, ενώ λαμβάνουμε υπόψη τις υψηλές αποτιμήσεις και τον εξαγωγικό προσανατολισμό του κλάδου (πάνω από το 40% των πωλήσεων είναι εκτός ΗΠΑ).

Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στον κλάδο **ενέργειας**, καθώς η υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου περιόρισε σημαντικά την κερδοφορία και τις πωλήσεις του κλάδου. Το Last12m P/E διαμορφώνεται σε ιστορικό υψηλό, παρά τη σημαντική υποχώρηση του κλάδου (22,6x έναντι 12,8x μ.ο. 10ετίας). Ωστόσο, είναι πιθανό να πλησιάζουμε σε σημείο όπου πρέπει να αναθεωρήσουμε τις θέσεις μας στον κλάδο, καθώς το 2016 διαφαίνεται ανάκαμψη σε πωλήσεις και κέρδη, ενώ οι αποτιμήσεις σε όρους P/BV και DY είναι σε ιδιαίτερα ελκυστικά επίπεδα. Οι εταιρείες του κλάδου συνεχίζουν να πληρώνουν ικανοποιητικά μερίσματα και να προβαίνουν στις επαναγορές μετοχών, παρόλο που κέρδη και ταμειακές ροές υποχωρούν ραγδαίως, καθώς έχουν ισχυρές κεφαλαιακές δομές (γράφημα 55).

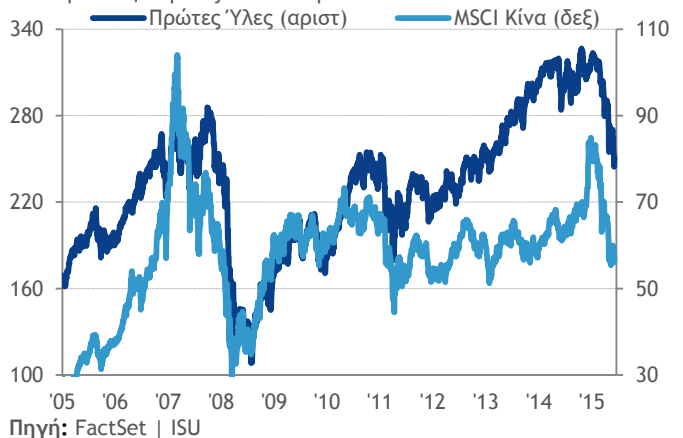
Τα μη κυκλικά προϊόντα έχουν κινηθεί καλύτερα της αγοράς από την αρχή του έτους λόγω των αμυντικών χαρακτηριστικών τους. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για το 2016, ο κλάδος είναι ο 2^{ος} πιο ακριβός κλάδος σε όρους P/E (P/E16 18,3x) με το 2ο μικρότερο ρυθμό αύξησης EPS (+5,47%) μεταξύ των κλάδων. Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία αναθεωρούνται πτωτικά, καθώς πάνω από το 35% των πωλήσεων πραγματοποιείται εκτός ΗΠΑ. Οι εταιρείες έχουν ανταμείψει ιδιαίτερα ικανοποιητικά τους μετόχους, ωστόσο σε περιβάλλον επιβραδυνόμενης κερδοφορίας είναι δύσκολο να διατηρήσουν την ίδια πολιτική, όπου τα ποσά που διατίθενται για επαναγορές και μερίσματα ξεπερνούν τα καθαρά κέρδη και τις ταμειακές ροές (γράφημα 56).

Στο γράφημα 57 παρατίθενται οι κλαδικές επιλογές μας, όπως προκύπτουν από την ποσοτική ανάλυση που διενεργούμε βάσει του Piraeus Equity Screening Model. Το μοντέλο χρησιμοποιεί για την αξιολόγηση των κλάδων ιστορικά στοιχεία και εκτιμήσεις παραμέτρων πωλήσεων, κερδοφορίας, αποτιμήσεων, μερισματικής πολιτικής, μόχλευσης & ρευστότητας, τεχνικής ανάλυσης και consensus αγοράς.

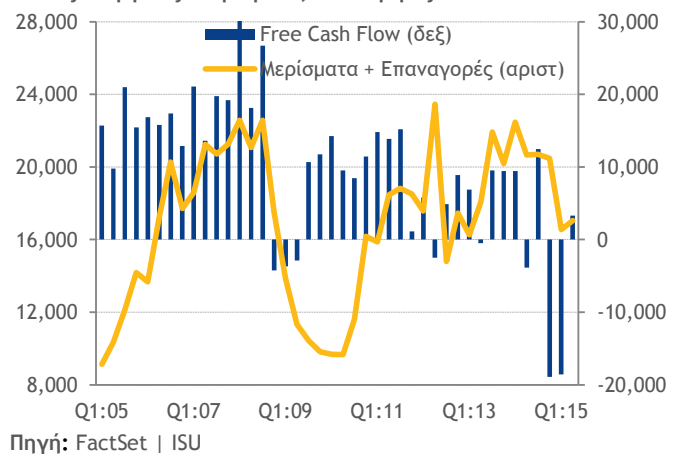
ΓΡΑΦΗΜΑ 53
Εξέλιξη δείκτη καθαρός δανεισμός / ίδια κεφάλαια



ΓΡΑΦΗΜΑ 54
Αντιπαραβολή πορείας κλάδου Πρώτων Υλών και MSCI Κίνα



ΓΡΑΦΗΜΑ 55
Κλάδος ενέργειας: Μερίσματα, επαναγορές και Free Cash Flow



ΓΡΑΦΗΜΑ 56
Μη Κυκλικά Προϊόντα: Payout & Free Cash Flow



5.2 Ευρωζώνη: Ουδέτερη θέση

Οι μετοχικές αγορές στην Ευρωζώνη υποχώρησαν στο σύνολο τους στο 3^ο τρίμηνο (γράφημα 58), με τις πιέσεις να είναι πιο έντονες στον Dax 30 λόγω του εξαγωγικού προσανατολισμού του προς τις αναδυόμενες αγορές και ιδιαίτερα προς την Κίνα, ενώ το σκάνδαλο με την Volkswagen επιδείνωσε το κλίμα στο τέλος του τριμήνου.

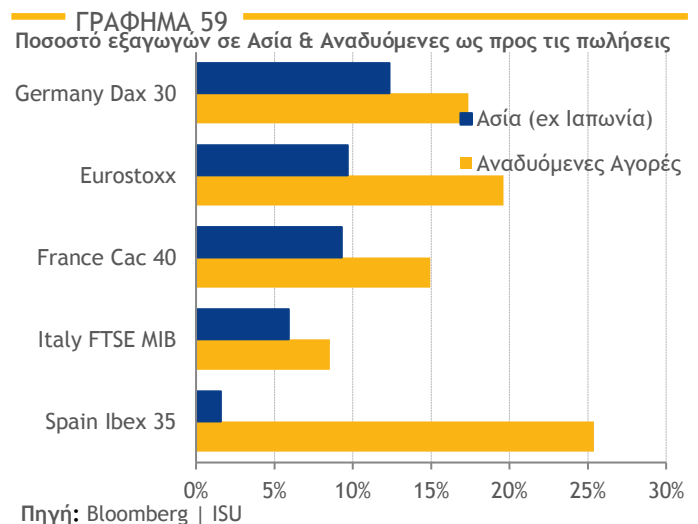
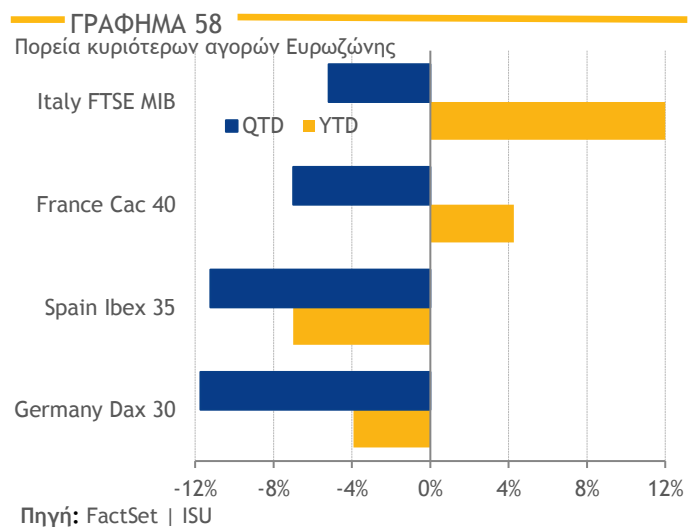
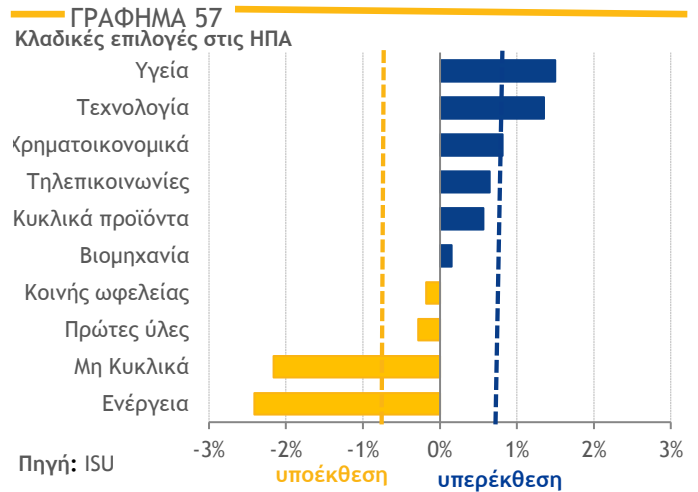
Οι εκτιμήσεις για τα κέρδη του 2016 αναθεωρούνται πτωτικά το τελευταίο 2μηνο, μετά από μία περίοδο σταθεροποίησης, λόγω της έκθεσης που έχουν οι ευρωπαϊκές εταιρίες στις αναδυόμενες αγορές, και ιδιαίτερα στην Κίνα, με τις εκτιμήσεις να συγκλίνουν ότι η κερδοφορία των εταιριών θα πληγεί από την επιβράδυνση. Περίπου το 15% με 20% των πωλήσεων των εταιριών του EuroStoxx πραγματοποιείται στις αναδυόμενες αγορές ενώ το ποσοστό των πωλήσεων στην Ασία (ελλείπει στοιχεία για επιμέρους περιοχές, εικάζουμε ότι το μεγαλύτερο μέρος είναι Κίνα) διαμορφώνεται κοντά στο 10% (γράφημα 59).

Ο κλάδος της αυτοκινητοβιομηχανίας, ένας από τους κινητήριους μοχλούς της γερμανικής και της γαλλικής οικονομίας, πιθανόν να βρεθεί υπό την πίεση των εξελίξεων μετά το σκάνδαλο της Volkswagen. Ο κλάδος συνεισφέρει σημαντικό μερίδιο στο σύνολο των πωλήσεων και της κερδοφορίας στον Eurostoxx αλλά και σε Dax30, Cac40 και αποτελεί σημαντικό ποσοστό της συνολικής κεφαλαιοποίησης (πίνακας 7).

Το κλειδί για τη μετοχική αγορά της Ευρωζώνης είναι η ανάπτυξη. Η ΕΚΤ προσπαθεί μέσω του QE και της υποτίμησης του Ευρώ, να δημιουργήσει συνθήκες τόνωσης της οικονομίας και βελτίωση της εταιρικής κερδοφορίας. Τα τελευταία στοιχεία για την οικονομία της Ευρωζώνης είναι ενθαρρυντικά και η διατήρηση της τάσης στο μέλλον είναι πιθανόν να βοηθήσει την εταιρική κερδοφορία.

Στην τρέχουσα συγκυρία, οι ενδείξεις ανάκαμψης της οικονομίας και η σημαντική υποτίμηση του ευρώ δεν έχουν αποφέρει το αντίστοιχο αποτέλεσμα στην εταιρική κερδοφορία. Οι εταιρίες δεν έχουν ωφεληθεί ιδιαίτερα από τη μείωση του κόστους, μετά τη σημαντική υποχώρηση της τιμής του πετρελαίου (γράφημα 60).

Σε επίπεδο αποτιμήσεων, η μετοχική αγορά της Ευρωζώνης δεν είναι ελκυστική, παρά την πρόσφατη διόρθωση, καθώς οι κύριες μετοχικές αγορές διαπραγματεύονται πάνω από τους ιστορικούς μέσους όρους (γράφημα 61). Οι μετοχικές αγορές της Γαλλίας, της Ιταλίας και της Ισπανίας διαπραγματεύονται σε όρους Last12m P/E με premium έναντι του ιστορικού μέσου 10ετίας. Ο Γερμανικός Dax είναι πιο ελκυστικός σε



ΠΙΝΑΚΑΣ 7
Συνεισφορά του κλάδου αυτοκινητοβιομηχανίας για εκτιμήσεις 2016

| | % επί των | | |
|----------------|-----------|--------|-------------|
| | Πωλήσεων | Κερδών | Κεφ/ποίησης |
| Germany Dax 30 | 34% | 33% | 20% |
| France Cac 40 | 11% | 8% | 5% |
| Eurostoxx | 16% | 13% | 7% |

Πηγή: FactSet | ISU

όρους αποτίμησης (Last12m P/E 13.3x), καθώς διαμορφώνεται στο μέσο όρο 10ετίας, ωστόσο η έκθεση του δείκτη σε αναδυόμενες αγορές και αυτοκίνητα είναι πιθανό να επηρεάσουν τις προσδοκίες για την κερδοφορία, με τις αποτιμήσεις να αναθεωρούνται ανοδικά.

Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στην Ευρωζώνη, καθώς η υποτίμηση του ευρώ βελτιώνει την ανταγωνιστικότητα των ευρωπαϊκών εξαγωγικών εταιριών και δημιουργεί προϋποθέσεις για βελτίωση της κερδοφορίας, ωστόσο δεν προχωρούμε σε υιοθέτηση υπερεπενδεδυμένη θέσης, καθώς οι αποτιμήσεις δεν μπορούν να χαρακτηριστούν ελκυστικές και οι οικονομίες των αναδυομένων αγορών, στις οποίες γίνονται εξαγωγές, επιβραδύνονται.

Στο πίνακα 8 παρατίθενται οι εκτιμήσεις για τις κυριότερες μετοχικές αγορές το 2016 στην Ευρωζώνη.

Κλάδοι Ευρωζώνης: Προτίμηση στον τραπεζικό κλάδο, ώστε να έχουμε έκθεση στην ανάκαμψη της οικονομίας

Ο άμεσος στόχος της ΕΚΤ, μέσω των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης, είναι η ανάκαμψη της οικονομίας, με τις τράπεζες να είναι οι πλέον ευνοημένες σε περίπτωση επίτευξης του στόχου. Τα τελευταία στοιχεία δείχνουν ότι αυξάνεται η ζήτηση και η προσφορά για δάνεια.

Σε επίπεδο αποτιμήσεων, ο τραπεζικός κλάδος έχει γίνει ελκυστικός καθώς διαπραγματεύεται με 11,6x Last12m P/E (έναντι μέσου όρο αποτιμήσεων 11,3x και 12,3x σε 10ετία και 5ετία αντίστοιχα), ενώ το discount έναντι του δείκτη EuroStoxx έχει διευρυνθεί στο 27% από 15% που ήταν κατά μέσο όρο σε 5ετία και 10ετία (γράφημα 62).

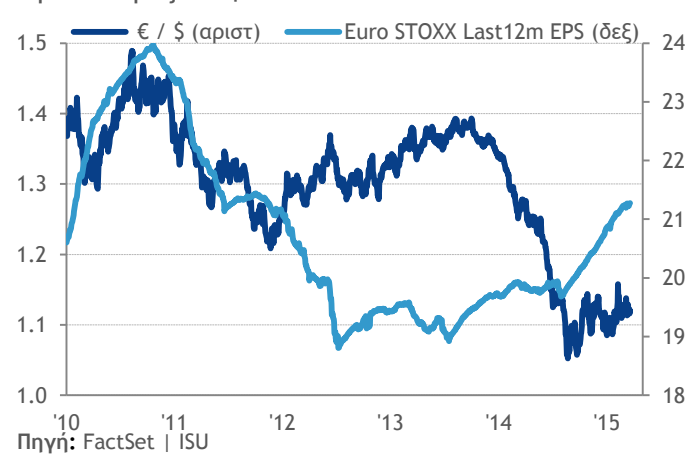
Εάν εστιάσουμε και σε άλλους δείκτες αποτίμησης όπως P/BV (0,75x Last12m έναντι 1,01x μ.ο. 10ετίας) και ROE (6,5% Last12m έναντι 9,3% μ.ο. 10ετίας), η ελκυστικότητα διατηρείται, καθώς η βελτίωση των συνθηκών της οικονομίας θα επιτρέψει στον κλάδο να χρησιμοποιήσει πιο αποτελεσματικά τα κεφάλαια του.

5.3 Ιαπωνία: Υπερεπενδεδυμένη θέση

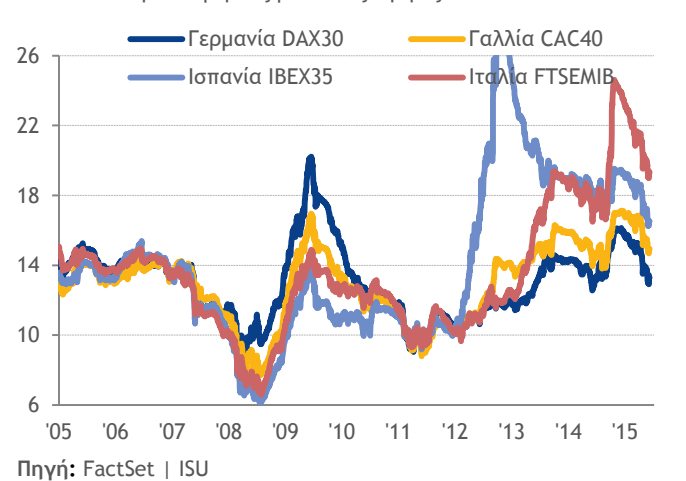
Η μετοχική αγορά της Ιαπωνίας δέχθηκε τις μεγαλύτερες πιέσεις μεταξύ των κυριότερων μετοχικών αγορών στη διάρκεια του 3^{ου} 3μήνου, λόγω της εξάρτησης που παρουσιάζει η οικονομία της από την Κίνα.

Ωστόσο, οι περισσότεροι καταλύτες που έχουν συντελέσει στην υπερεπενδεδυμένη μας θέση στην περιοχή διατηρούνται.

ΓΡΑΦΗΜΑ 60
Πορεία ισοτιμίας EUR/ΰ και Eurostoxx Last12m EPS



ΓΡΑΦΗΜΑ 61
Last12m P/E για επιμέρους μετοχικές αγορές

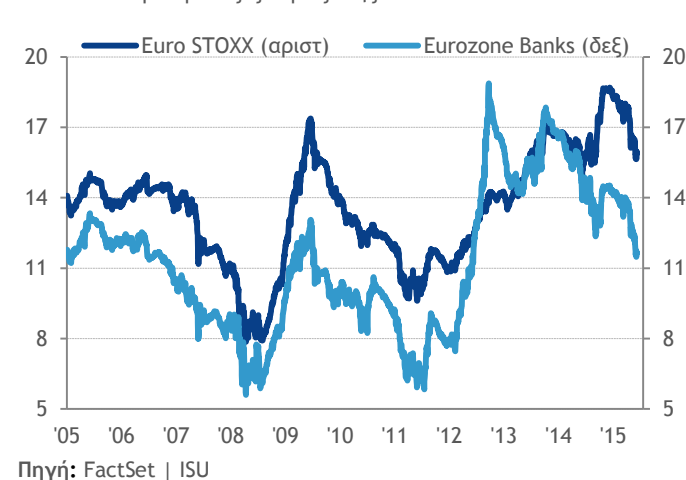


ΠΙΝΑΚΑΣ 8
Εκτιμήσεις για το 2016 για τις κύριες μετοχικές αγορές Ευρωζώνης

| | μτβ % πωλ. EPS | μτβ % μερ. | P/E | P/B V | D/Y | EV/ Ebitda | ROE | N.Debt /Ebitd | |
|--------|-------------------|---------------|-----|----------|-----|---------------|-----|------------------|------|
| Dax 30 | 4% | 10% | 10% | 12.5 | 2.0 | 3.6% | 6.8 | 14% | 0.81 |
| Cac 40 | 4% | 5% | 7% | 14.3 | 1.7 | 4.0% | 8.5 | 11% | 0.78 |
| Spain | 5% | 13% | 9% | 15.5 | 2.7 | 4.3% | 9.7 | 15% | 1.67 |
| Italy | 3% | 18% | 17% | 15.5 | 1.6 | 3.6% | 7.3 | 10% | 1.72 |

Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 62
Last12m P/E για τράπεζες Ευρωζώνης έναντι Eurostoxx



Πηγή: FactSet | ISU

Οι μετοχές της Ιαπωνίας ευνοούνται, τόσο από τη χαλαρή νομισματική πολιτική της κεντρικής τράπεζας, όσο και από τη φιλικότερη αντιμετώπιση των μετόχων από τις επιχειρήσεις, παράμετροι που έχουν συντελέσει σημαντικά στην υπεραπόδοση του Nikkei 225 τα τελευταία χρόνια. Στους θετικούς καταλύτες προσθέτουμε τις θετικές αναθεωρήσεις κερδοφορίας και τις ικανοποιητικές αποτιμήσεις

Η οικονομία, ωστόσο, αντιμετωπίζει ακόμα σημαντικές προκλήσεις, καθώς η εξαγωγική δραστηριότητα και η εσωτερική κατανάλωση εξασθενούν, ενώ ο στόχος του 2% πληθωρισμού φαίνεται ασύλληπτος. Για να αποφευχθεί ο εκτροχιασμός της οικονομίας, δεν αποκλείεται νέα νομισματική παρέμβαση από την BoJ στο επόμενο διάστημα. Η υποτίμηση του γεν βελτίωσε την ανταγωνιστικότητα των εταιριών και την κερδοφορία τους, ενώ το μεγάλο στοίχημα είναι η τόνωση της εγχώριας ζήτησης. Θετική εξέλιξη προς αυτή την κατεύθυνση είναι η αυξητική τάση των μισθών, καθώς και η δήλωση του υπουργού οικονομικών ότι επιθυμεί η φορολογία στις επιχειρήσεις να διαμορφωθεί κάτω του 30% από το νέο έτος, γεγονός που λειτουργεί ευεργετικά για το momentum της κερδοφορίας.

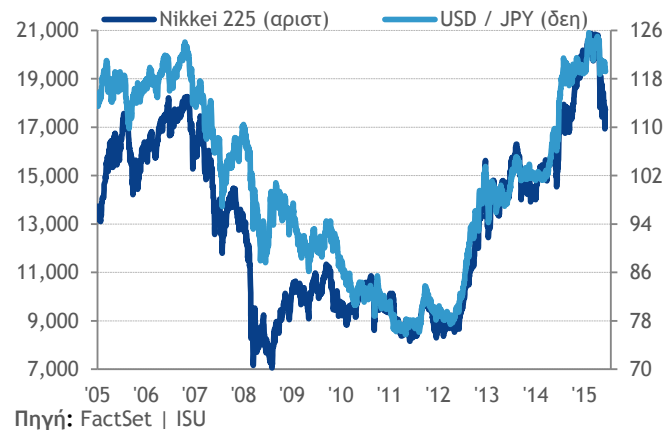
Με τις πωλήσεις και τα κέρδη να βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά (γράφημα 64), οι εταιρείες επιδιώκουν να γίνουν πιο ελκυστικές προς τους μετόχους, ενισχύοντας τη διαφάνεια στην εταιρική διακυβέρνηση. Τα ταμειακά διαθέσιμα βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά, ενώ αυξητική τάση παρουσιάζουν τα διανεμηθέντα μερίσματα, καθώς και το ποσό που οδηγείται σε επαναγορά ιδίων μετοχών (γράφημα 65).

Εκτός από την ιδιαίτερα φιλική πολιτική προς τους μετόχους, οι εταιρείες προχωρούν σε αναδιάρθρωση ώστε να γίνει πιο αποτελεσματική η λειτουργία τους. Βελτιώνουν την ποιότητα του ισολογισμού τους, ώστε οι μετοχές τους να αποτελέσουν επένδυση των ασφαλιστικών ταμείων. Οι δείκτες αποδοτικότητας ανακάμπτουν, ωστόσο απέχουν αρκετά από τα επίπεδα που βρίσκονται οι αντίστοιχοι δείκτες άλλων αγορών (γράφημα 66).

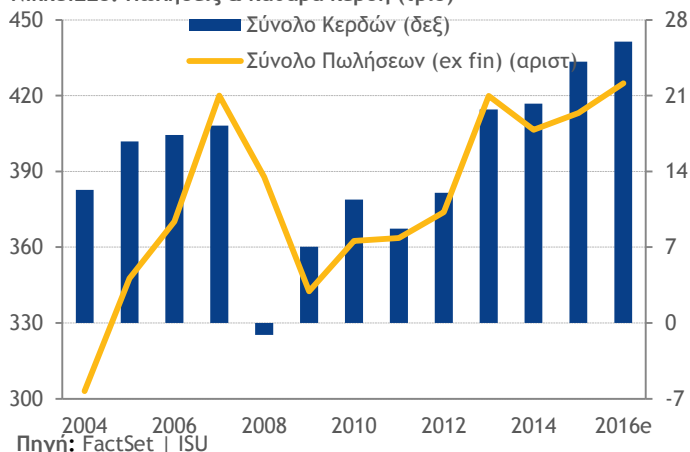
5.4 Αναδυόμενες Αγορές: Υποεπενδεδυμένη θέση

Οι ανησυχίες των επενδυτών για την επιδείνωση των οικονομιών των μεγαλύτερων αναδυομένων χωρών, με πρωταγωνιστή την Κίνα, έθεσε τις μετοχικές αγορές τους στο επίκεντρο των ρευστοποιήσεων στο 3^ο τρίμηνο του έτους. Οι αγορές των BRICS κατέγραψαν απώλειες στο 3ο τρίμηνο σε τοπικό νόμισμα, ενώ οι απώλειες ήταν σχεδόν διπλάσιες σε όρους δολαρίου στις περισσότερες αγορές λόγω της σημαντικής υποτίμησης

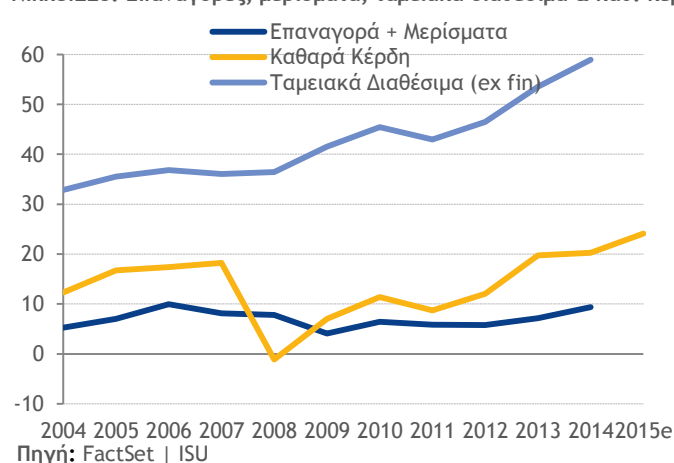
ΓΡΑΦΗΜΑ 63
Πορεία Nikkei225 και ισοτιμία USD/JPY



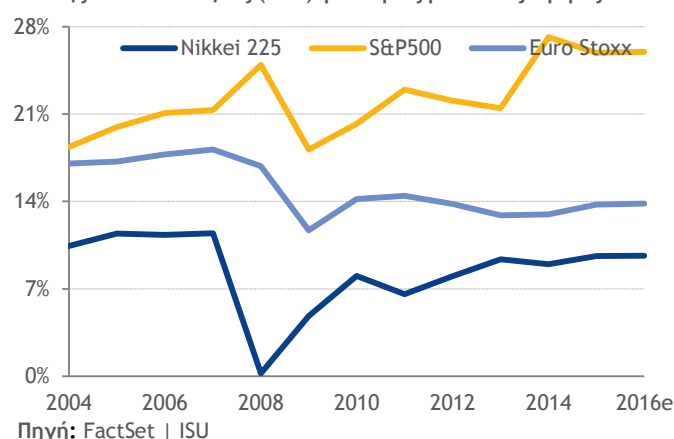
ΓΡΑΦΗΜΑ 64
Nikkei225: Πωλήσεις & καθαρά κέρδη (τρισ)



ΓΡΑΦΗΜΑ 65
Nikkei225: Επαναγορές, μερίσματα, ταμειακά διαθέσιμα & καθ. κέρδη (τρεις)



ΓΡΑΦΗΜΑ 66
Δείκτης αποδοτικότητας (ROE) για κύριες μετοχικές αγορές



των νομισμάτων τους (πίνακας 9).

Διατηρούμε την **υποεπενδεδυμένη θέση** στις αναδυόμενες αγορές, καθώς ο περιορισμός των χρηματοοικονομικών συνθηκών στις ΗΠΑ θα συνεχίσει να οδηγεί σε εκροές κεφαλαίων από τις αναδυόμενες αγορές και συνεπώς σε χαμηλότερες αποδόσεις έναντι των ανεπτυγμένων αγορών (γράφημα 67).

Η σημαντική υποαπόδοση των αναδυομένων αγορών έναντι των ανεπτυγμένων από το 2011 αποτυπώνει την επιβράδυνση των οικονομιών και του ρυθμού αύξησης της κερδοφορίας, καθώς και την υποχώρηση των τιμών των εμπορευμάτων. Συνέπεια της χρόνιας υποαπόδοσης είναι οι αποτιμήσεις των αναδυομένων αγορών να είναι ελκυστικότερες των ανεπτυγμένων (πίνακας 10). Ωστόσο, δεν αρκούν οι χαμηλές αποτιμήσεις για να καταγράψει υπεραξίες μία αγορά, ενώ στο παρελθόν έχουν αποτελέσει παγίδα για τους επενδυτές. Το Last12m P/E διαμορφώνεται στο 10,9x έναντι 13,4x που είναι ο μέσος όρος 10ετίας, ενώ, όσον αφορά στις σχετικές αποτιμήσεις, ο MSCI EM διαπραγματεύεται με discount 31% έναντι του MSCI World (12% μέσο discount 10ετίας). Παράλληλα, ο MSCI EM διαπραγματεύεται με P/BV 1,4x (έναντι 2,1x μέσο όρο 10ετίας) και DY 3,5% έναντι 2,9% κατά μέσο όρο στην 10ετία (πίνακας 11).

Για να αντιστραφεί η τάση στις αναδυόμενες αγορές, θα πρέπει να βελτιωθεί η δυναμική της Κινέζικης οικονομίας, να ανακάμψουν οι τιμές των εμπορευμάτων, ώστε να βελτιωθεί η κερδοφορία στις χώρες παραγωγούς πρώτων υλών, και να αποφύγει η Fed να περιορίσει απότομα τη νομισματική της πολιτική.

Η Ινδία βρίσκεται σε πιο πλεονεκτική θέση σε σχέση με τις υπόλοιπες αγορές καθώς παρουσιάζει θετική δυναμική, τόσο σε macro όσο και σε micro επίπεδο.

Κίνα: Υποεπενδεδυμένη θέση

Η κατάρρευση του χρηματιστηριακού δείκτη της Κίνας στη διάρκεια του 3^{ου} τριμήνου, σε συνδυασμό με τα απογοητευτικά οικονομικά στοιχεία και την απρόσμενη απόφαση της ΚΤ να υποτιμήσει το γουάν, δημιούργησαν ανησυχίες για επικείμενη ανώμαλη προσγείωση της Κινέζικης οικονομίας. Ωστόσο, η αγορά είχε αποσυνδεθεί από τα θεμελιώδη από την αρχή του έτους και ήταν θέμα χρόνου η επαναφορά των αποτιμήσεων σε λογικά επίπεδα (γράφημα 68).

Η μαζική είσοδος ιδιωτών επενδυτών στη χρηματιστηριακή αγορά συνετέλεσε στη δημιουργία φούσκας, η οποία εντάθηκε από την εκτεταμένη χρήση μόχλευσης (γράφημα 69).

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

Αποδόσεις στις κύριες αναδυόμενες αγορές

| | σε τοπ. νόμισμα | | σε δολάριο | |
|----------------|-----------------|-------|------------|--------|
| | 3ο 3μηνο | ΥΤD | 3ο 3μηνο | ΥΤD |
| India Sensex | -5.9% | -4.9% | -8.7% | -8.5% |
| Brazil Bovespa | -15.1% | -9.9% | -33.8% | -39.8% |
| Russia RTS | -16.0% | -0.1% | -28.6% | -8.7% |
| China CSI 300 | -28.4% | -9.4% | -30.2% | -11.5% |

Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 67

Σχετική απόδοση MSCI EM & S&P500 έναντι DXY (δολαριακός δείκτης)



Πηγή: Bloomberg | ISU

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

Δείκτες αποτίμησης για ανεπτυγμένες & αναδυόμενες αγορές

| Last 12m | PE | Μ.ο. 5ετία | Μ.ο. 10ετία | PBV | Μ.ο. 5ετία | Μ.ο. 10ετία | DY | Μ.ο. 5ετία | Μ.ο. 10ετία |
|---------------|------|------------|-------------|-----|------------|-------------|------|------------|-------------|
| Αναδ. Αγορές | 10.9 | 11.6 | 13.4 | 1.4 | 1.8 | 2.1 | 3.5% | 3.1% | 2.9% |
| Ανεπτ. Αγορές | 16.0 | 14.8 | 15.1 | 2.2 | 2.0 | 2.1 | 2.7% | 2.6% | 2.6% |

Πηγή: FactSet | ISU

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

Εκτιμήσεις για το 2016 για τις κύριες αναδυόμενες αγορές

| | μτβ % πωλ. | EPS | μτβ % EPS | P/E | P/B V | D/Y | EV/Ebitda | ROE | N.Debt /Ebitd |
|----------------|------------|-----|-----------|------|-------|------|-----------|-----|---------------|
| China | 10% | 6% | 11% | 10.6 | 1.2 | 4.1% | 10.1 | 14% | 0.70 |
| India | 15% | 18% | 16% | 16.2 | 3.4 | 2.0% | 10.6 | 21% | -0.18 |
| Brazil Bovespa | 8% | 9% | 6% | 13.1 | 3.0 | 4.9% | 9.4 | 21% | 1.39 |
| Russia RTS | 7% | 11% | 23% | 5.7 | 1.1 | 5.5% | 4.4 | 18% | 1.14 |

Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 68

Μετοχική αγορά Κίνας & ΑΕΠ Κίνας



Πηγή: FactSet | ISU

Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στην αγορά της Κίνας, καθώς οι εκτιμήσεις για την εταιρική κερδοφορία του 2016 υποβαθμίζονται, λόγω της εξασθένησης της εσωτερικής κατανάλωσης, τον περιορισμό των περιθωρίων κέρδους αλλά και της αποδοτικότητας. Πλέον, οι εκτιμήσεις για το ρυθμό αύξησης της κερδοφορίας διαμορφώνεται σε 6,1%, με τη μεγαλύτερη συνεισφορά να προέρχεται από την ενέργεια, την τεχνολογία και τα financials (πίνακας 12). Τα μέτρα που έχουν λάβει η κυβέρνηση και η κεντρική τράπεζα για τη σταθεροποίηση της οικονομίας κρίνονται μέχρι στιγμής ανεπαρκή.

Οι αποτιμήσεις παραμένουν σε ικανοποιητικά επίπεδα, τόσο έναντι των αναδυομένων αγορών αλλά και σε σχέση με την ιστορία, καθώς είναι χαμηλότερα από τους μέσους όρους 10ετίας, προεξοφλώντας την αβεβαιότητα για τη μετέπειτα πορεία της κινεζικής οικονομίας (γράφημα 70).

Για να σταθεροποιηθούν οι ρυθμοί οικονομικής ανάπτυξης στην Κίνα, πρέπει να ληφθούν κυρίως δημοσιονομικά και δευτερευόντως νομισματικά μέτρα. Μέχρι να δούμε τέτοιες κινήσεις από τις κινεζικές αρχές, θεωρούμε ότι δεν υπάρχει ισχυρός καταλύτης για την αλλαγή της μεσοπρόθεσμης τάσης της αγοράς. Ωστόσο, θετική έκπληξη μπορεί να προέλθει από την ένταξη των μετοχών τύπου A στους δείκτες MSCI το Νοέμβριο, με τις πιθανότητες να είναι περιορισμένες.

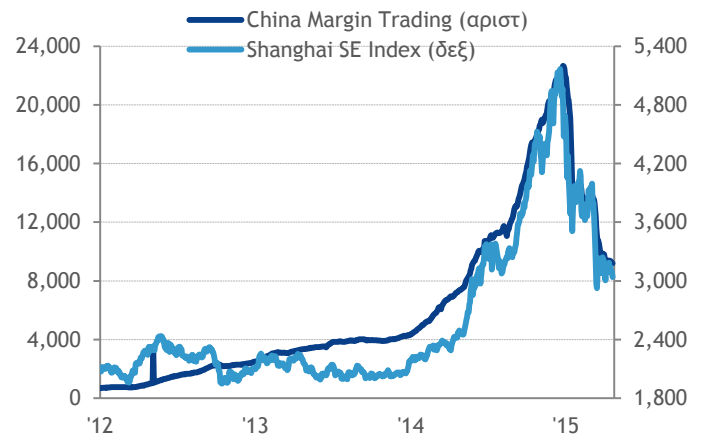
Ινδία (Ουδέτερη θέση)

Η μετοχική αγορά της Ινδίας υποχώρησε στη διάρκεια του 3ου τριμήνου, αλλά είχε μικρότερες απώλειες έναντι των ανεπτυγμένων (MSCI World) και των αναδυομένων αγορών (MSCI EM), καθώς οι Ινδικές εταιρίες είναι λιγότερο εκτεθειμένες στην Κινεζική οικονομία, γεγονός που απεικονίζεται στη συσχέτιση επιμέρους μετοχικών αγορών με την Κινεζική. (γράφημα 71).

Η μετοχική αγορά είναι ελκυστική, καθώς η οικονομία βρίσκεται σε περίοδο γόνιμων μεταρρυθμίσεων, ο πληθωρισμός έχει υποχωρήσει από τα υψηλά επίπεδα του παρελθόντος και η κεντρική τράπεζα έχει μειώσει 3 φορές τα επιτόκια από την αρχή του έτους. Η υποχώρηση της τιμής των πρώτων υλών και του πετρελαίου ευνοεί την αύξηση της κατανάλωσης, καθώς η Ινδία είναι εισαγωγέας ενώ αναμένεται να έχει θετικό αντίκτυπο στα περιθώρια κέρδους των εταιρειών, τα οποία αναμένεται να ενισχυθούν το 2015 και το 2016.

Η κερδοφορία είναι ο καταλύτης για την πορεία της αγοράς, με τις εκτιμήσεις να διαμορφώνονται για το 2016 στο +18%, και τον εκτιμώμενο ρυθμό αύξησης των

ΓΡΑΦΗΜΑ 69
Πορεία μετοχικής αγοράς Κίνας & μόχλευση



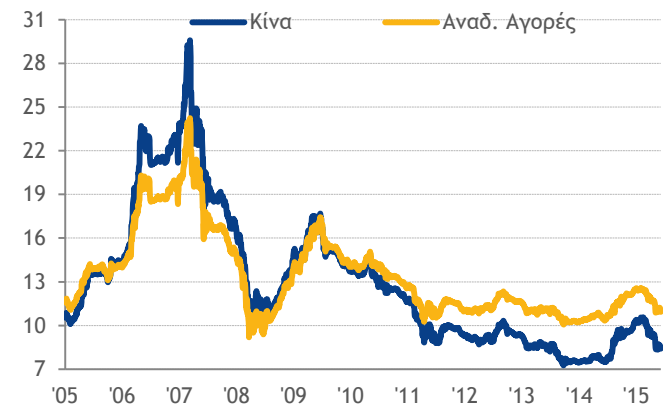
Πηγή: Bloomberg | ISU

ΠΙΝΑΚΑΣ 12
Εκτιμήσεις για μτβ% EPS το 2016 για επιμέρους κλάδους στην Κίνα

| Κυριότεροι κλάδοι | % EPS | % mkt |
|-------------------|-------|--------|
| | 2016 | cap |
| Financials | 3.3% | 52.0% |
| Ενέργεια | 30.6% | 10.4% |
| Βιομηχανία | 11.8% | 10.4% |
| Τεχνολογία | 28.8% | 8.9% |
| Κυκλικά&Μη Προϊ | 10.0% | 7.9% |
| Λοιποί Κλάδοι | 8.7% | 10.4% |
| Shanghai Index | 6.1% | 100.0% |

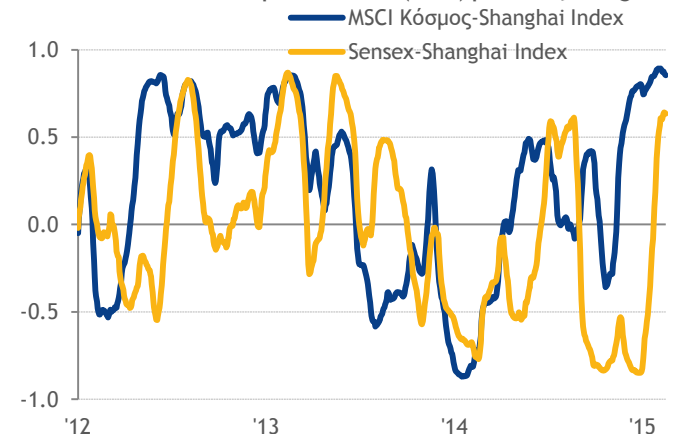
Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 70
Last 12m P/E Κίνας & Αναδυόμενων Αγορών



Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 71
3m correlation MSCI Κόσμου & Sensex (Ινδία) με δείκτη Shanghai



Πηγή: FactSet | ISU

πωλήσεων στο 14,7%, από τα υψηλότερα μεγέθη μεταξύ των κυριότερων αγορών. Θετικό είναι ότι η συνεισφορά των κλάδων στην κερδοφορία παρουσιάζει διασπορά (πίνακας 13).

Ωστόσο, παραμένουμε **ουδέτεροι** στη μετοχική αγορά της Ινδίας, λόγω της σημαντικής εξάρτησης που έχει σε εισροές ξένων κεφαλαίων, γεγονός που την καθιστά ευάλωτη στις αυξήσεις των επιτοκίων από τη Fed. Σε επίπεδο αποτιμήσεων επίσης, το P/E της Ινδικής μετοχικής αγοράς είναι από τα υψηλότερα μεταξύ των κυριότερων αγορών (γράφημα 72).

Ρωσία: Υποεπενδεδυμένη θέση

Η Ρωσία απώλεσε το σύνολο των κερδών που είχε καταγράψει από τις αρχές του έτους λόγω της μεγάλης συσχέτισης που έχει με την τιμή του πετρελαίου, καθώς πάνω από το 60% της κεφαλαιοποίησης του δείκτη είναι εταιρίες από τον κλάδο ενέργειας (γράφημα 73).

Η οικονομία της Ρωσίας βρίσκεται σε ύφεση, καθώς εκτός από την πτώση της τιμής του πετρελαίου, έχει επηρεαστεί και από τις κυρώσεις που έχουν επιβάλει οι Δυτικές χώρες, με αποτέλεσμα την υποτίμηση του ρουβλίου, το οποίο έχει σημαντική συσχέτιση με το μετοχικό δείκτη.

Το γεωπολιτικό ρίσκο λειτουργεί αποτρεπτικά για εισροές νέων κεφαλαίων στην περιοχή ενώ και οι εξαιρετικά φθηνές αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές λόγω των πτωτικών αναθεωρήσεων στην κερδοφορία αλλά και της έλλειψης διαφάνειας σε επίπεδο εταιρικής διακυβέρνησης. Ο RTS(\$) διαπραγματεύεται με 5.4x Last12m P/E και 4,8% Last12m DY, που είναι τα χαμηλότερα μεταξύ των μετοχικών αγορών. Με βάση τους μέσους όρους δετίας, ο δείκτης διαπραγματεύεται με discount 25%.

Η κερδοφορία αναμένεται να ανακάμψει το 2016, μετά από τη σημαντική υποχώρηση που σημείωσε το 2015 (-35%) και να ενισχυθεί 10,6%. Στον πίνακα 14 παρατίθενται οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των κυριότερων κλάδων.

Βραζιλία: Υποεπενδεδυμένη θέση

Ο μετοχικός δείκτης της Βραζιλίας υποχώρησε στο 3ο τρίμηνο, με τις απώλειες από την αρχή του έτους να διαμορφώνονται στο 10%, ωστόσο οι απώλειες για το δολαριακό επενδυτή ανέρχονται στο 40%, λόγω της σημαντικής υποτίμησης του Βραζιλιάνικου ρεάλ. Η πτώση οφείλεται στην ένταση των ανησυχιών για την

ΠΙΝΑΚΑΣ 13

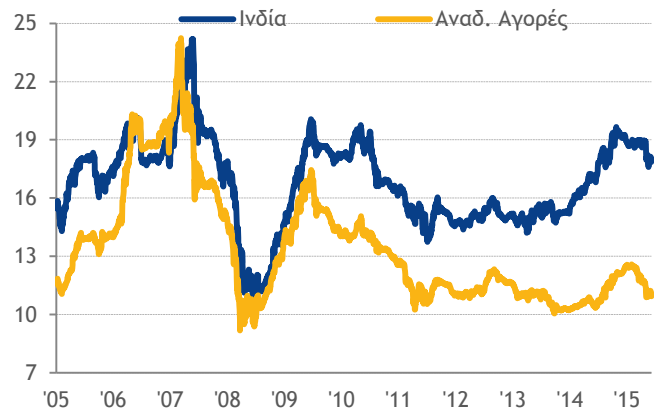
Εκτιμήσεις για μτ% EPS το 2016 για επιμέρους κλάδους στην Ινδία

| Κυριότεροι κλάδοι | % EPS 2016 | % mkt cap |
|---------------------|------------|-----------|
| Financials | 21.8% | 22.3% |
| Τεχνολογία | 13.4% | 22.4% |
| Πρώτες Ύλες | 15.8% | 12.5% |
| Κυκλικά Προϊόντα | 25.7% | 10.3% |
| Μη Κυκλικά Προϊόντα | 14.8% | 10.5% |
| Λοιποί Κλάδοι | 24.2% | 21.9% |
| Sensex Index | 18.0% | 100.0% |

Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 72

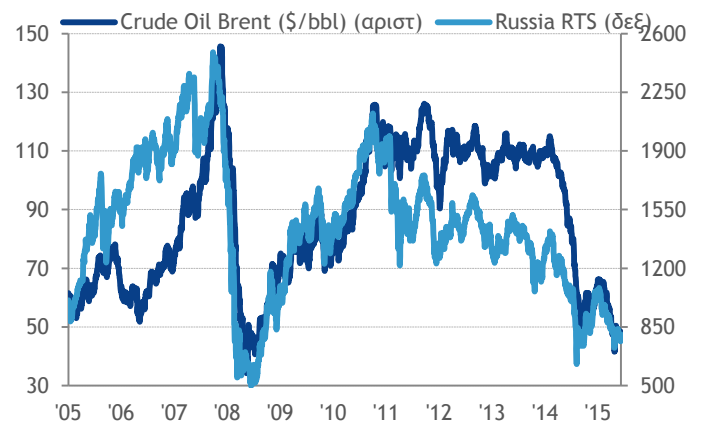
Last12m P/E Ινδία & Αναδυόμενων Αγορών



Πηγή: FactSet | ISU

ΓΡΑΦΗΜΑ 73

Πορεία δείκτη RTS(\$) και πετρελαίου Brent



Πηγή: FactSet | ISU

ΠΙΝΑΚΑΣ 14

Εκτιμήσεις για μτ% EPS το 2016 για επιμέρους κλάδους στη Ρωσία

| Κυριότεροι κλάδοι | % EPS 2016 | % mkt cap |
|-------------------|------------|-----------|
| Ενέργεια | 7.6% | 60.8% |
| Πρώτες Ύλες | 3.5% | 19.7% |
| Financials | 84.0% | 8.8% |
| Λοιποί Κλάδοι | 2.9% | 10.7% |
| RTS(\$) Index | 10.6% | 100.0% |

Πηγή: FactSet | ISU

οικονομία η οποία διανύει βαθιά ύφεση, και την εξάρτησή της από την τιμή των πρώτων υλών (γράφημα 74).

Η δυναμική της οικονομίας είναι ιδιαίτερα αρνητική, καθώς βρίσκεται σε ύφεση από το 2^ο 3μηνο του 2014, ο πληθωρισμός και τα επιτόκια βρίσκονται σε υψηλά επίπεδα ενώ η πολιτική αβεβαιότητα ενισχύεται, καθώς η κυβέρνηση χάνει τη στήριξη από το Κογκρέσο, ενώ ετοιμάζεται να εφαρμόσει μέτρα λιτότητας. Η σημαντική υποτίμηση του Βραζιλιάνικου ρεάλ είναι ενδεικτική της επιδείνωσης της οικονομίας ενώ το ενδεχόμενο υποβάθμισης της πιστοληπτικής διαβάθμισης της χώρας θα οδηγήσει και σε απώλεια της αξιοπιστίας και σε εκροές κεφαλαίων.

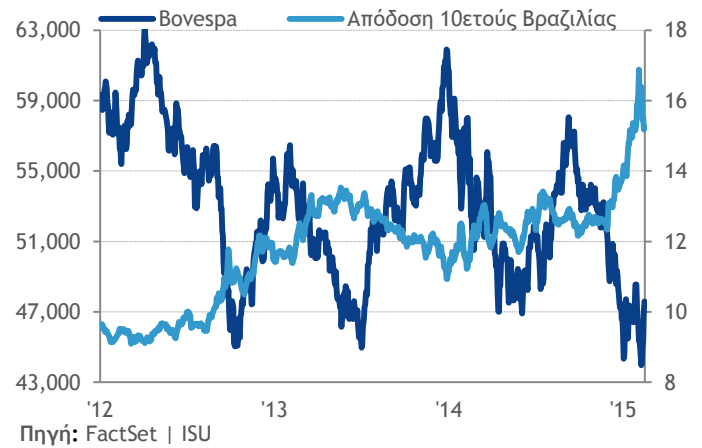
Η αύξηση του κόστους δανεισμού και η υποχώρηση της τιμής των εμπορευμάτων έχει σαν αποτέλεσμα οι εκτιμήσεις για την εταιρική κερδοφορία να αναθεωρούνται πτωτικά με έναν από τους υψηλότερους ρυθμούς παγκοσμίως, ενώ οι εταιρίες που εξαρτώνται από την εγχώρια κατανάλωση επηρεάζονται αρνητικά από την ύφεση (γράφημα 75).

Η προοπτική είναι ιδιαίτερα αρνητική για τους κλάδους ενέργειας και πρώτων υλών, καθώς το μεγαλύτερο μέρος του χρέους των εταιριών έχει εκδοθεί σε ξένο νόμισμα, με αποτέλεσμα το κόστος δανεισμού να σημειώνει ραγδαία αύξηση λόγω της υποτίμησης του ρεάλ, ενώ και τα επιτόκια δανεισμού αυξάνονται (γράφημα 76).

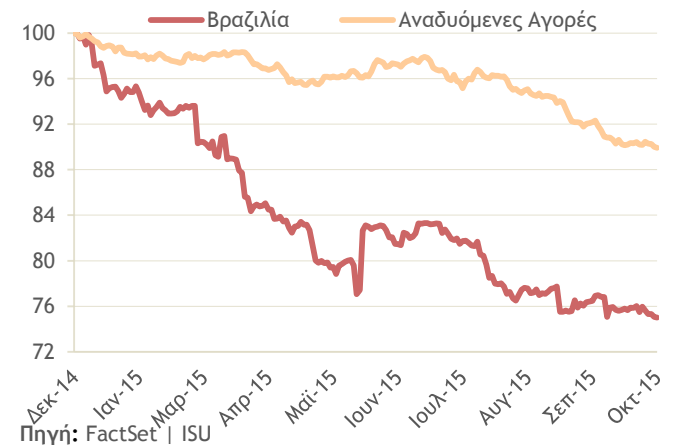
Αν και ο Bovespa έχει υποχωρήσει σημαντικά, οι αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές καθώς διαπραγματεύεται με 12,2x Last 12m P/E, υψηλότερα από το μέσο όρο 10ετίας (11,2x), με το premium να διαμορφώνεται στο 10%, από τα υψηλότερα μεταξύ των μετοχικών αγορών, ενώ παράλληλα οι προοπτικές για την κερδοφορία είναι αρνητικές (γράφημα 77).

Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση.

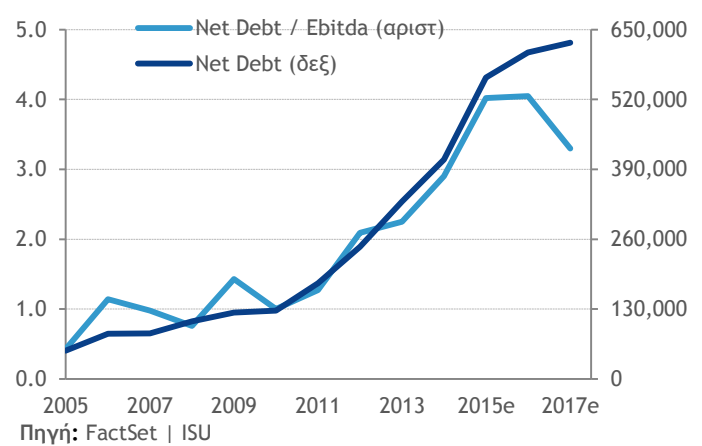
ΓΡΑΦΗΜΑ 74 Πορεία δείκτη Bovespa και απόδοση 10ετούς ομολόγου Βραζιλίας



ΓΡΑΦΗΜΑ 75 Πορεία εκτιμήσεων για το EPS 2016 από αρχές του έτους



ΓΡΑΦΗΜΑ 76 Βραζιλία: Πορεία μόχλευσης εταιριών ενέργειας & πρώτων υλών



ΓΡΑΦΗΜΑ 77 Last12m P/E Βραζιλίας & Αναδυόμενων Αγορών



6.

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Παρά την ανάπαυλα στην ανατίμηση του δολαρίου, τα θεμελιώδη του αμερικανικού νομίσματος εξακολουθούν να υπερέχουν των βασικών ανταγωνιστών του.

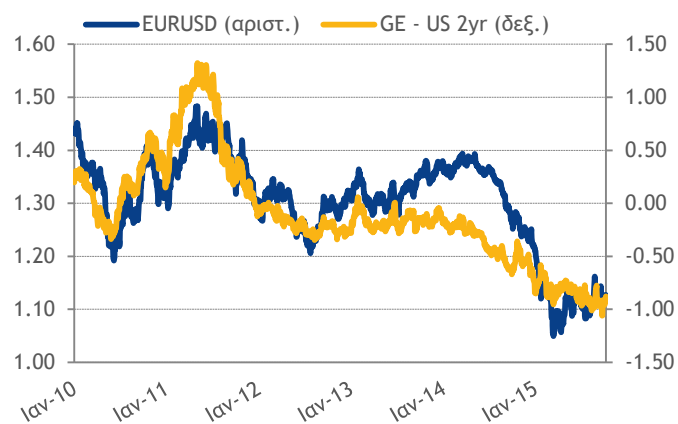
6.1 EURUSD

Η ραγδαία υποτίμηση του EUR τους προηγούμενους μήνες, το οποίο είχε υποχωρήσει έναντι του USD έως και 13,3% το 1ο τρίμηνο, ανακόπηκε στο 2ο τρίμηνο ενώ στο 3ο τρίμηνο το EUR/USD κινήθηκε στο εύρος 1,08 - 1,16 κλείνοντας με άνοδο 0,6%.

Τα θεμελιώδη υποστηρίζουν περαιτέρω ανατίμηση του δολαρίου. Βασική αιτία είναι η επιτοκιακή διαφορά (αναμενόμενη αλλά και θεωρητική - με βάση το Taylor rule), αλλά κι η καλύτερη κατάσταση της αμερικανικής οικονομίας. Η Fed αναμένεται να αυξήσει τα επιτόκια μέσα στους επόμενους έξι μήνες, ενώ αντίθετα η ECB αναμένουμε να επεκτείνει το πρόγραμμα νομισματικής χαλάρωσης (δηλ. αγοράς κρατικών και εταιρικών ομολόγων) ως το τέλος του 2016. Επιπλέον, ο πληθωρισμός, ο οποίος παραμένει πολύ χαμηλά σε ΗΠΑ κι Ευρωζώνη, αποτελεί κίνητρο περαιτέρω χαλαρής νομισματικής πολιτικής ειδικά για την ECB, η οποία είναι ιδιαίτερα προσκολλημένη στην επίτευξη του στόχου για τον πληθωρισμό 2%. Επίσης, τα πραγματικά επιτόκια είναι 0,697% στην Ευρώπη και 1,86% στις ΗΠΑ με προοπτική τα αμερικάνικα να παραμείνουν υψηλότερα των ευρωπαϊκών. Οι επενδύσεις ευνοούν το USD, καθώς σύμφωνα με τα στοιχεία ΑΕΠ 2ου τριμήνου, οι επενδύσεις αυξήθηκαν 5,2% στις ΗΠΑ, ενώ στην Ευρωζώνη μειώθηκαν 1,1%. Παράλληλα, σε περίπτωση αρνητικών εξελίξεων στην Κίνα θα αποδειχθούν υποστηρικτικές για το USD.

ΓΡΑΦΗΜΑ 78

Ισοτιμία EURUSD & Διαφορά 2ετών αποδόσεων Γερμανίας-ΗΠΑ



Πηγή: Bloomberg | ISU



Συμπερασματικά, μετατρέπουμε τη θέση μας από Ουδέτερη σε θέση Υπέρ του USD.

6.2 USD/JPY

Το JPY βρίσκεται στα χαμηλότερα επίπεδα των τελευταίων 8 ετών έναντι του USD, με την υποτίμηση να έχει αγγίξει το 5% YTD το Μάιο του 2015. Πλέον, το ιαπωνικό νόμισμα είναι χαμηλότερα 0,4% YTD, καθώς το 3ο τριμ. κέρδισε το χαμένο έδαφος.

Η δέσμευση της Κεντρικής Τράπεζας να ακολουθήσει χαλαρή νομισματική πολιτική προκειμένου να στηρίξει την οικονομία θέτει το JPY σε μειονεκτική θέση έναντι του USD. Αναφορικά με τα θεμελιώδη, είναι υποστηρικτικά του USD με την εξαίρεση του προβλεπόμενου πληθωρισμού για τις ΗΠΑ. Σημαντικό είναι ότι οι στενοί εμπορικοί δεσμοί με την Κίνα, δημιουργούν αρνητικές προϋποθέσεις για την ιαπωνική οικονομία.

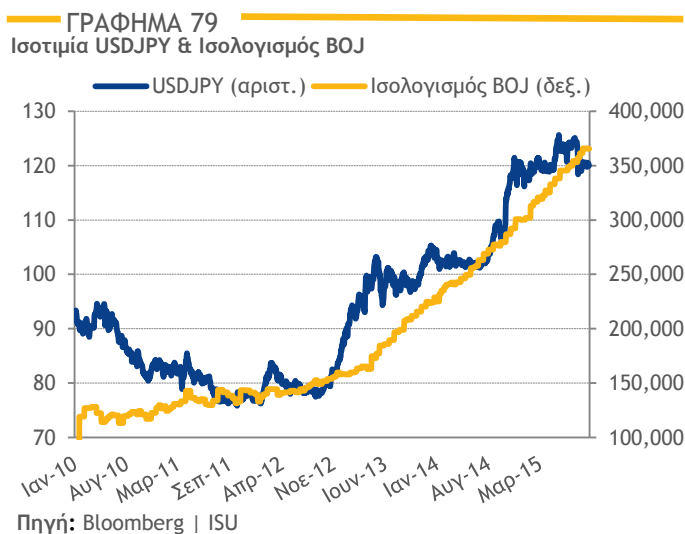
Εκτιμούμε ότι το JPY θα λάβει στήριξη σε ενδεχόμενη πτώση των αγορών ή δυσμενών εξελίξεων στην Κίνα όταν οι επενδυτές θα αναζητούν ασφαλές καταφύγιο.

Συμπερασματικά, παραμένουμε ουδέτεροι στην ισοτιμία USD/JPY.

6.3 EUR/GBP

Η στερλίνα αν κι έχει ανατιμηθεί 5,5% από την αρχή του χρόνου, υποχώρησε 3,7% έναντι του ευρώ το 3ο τρίμηνο. Η βελτίωση της βρετανικής οικονομίας σε σχέση με την Ευρωπαϊκή κι η διαφαινόμενη αύξηση επιτοκίων από την BOE, την οποία η αγορά τοποθετεί στο 1ο τρίμηνο 2016, δημιουργούν προϋποθέσεις ανατίμησης για τη στερλίνα. Οι προβλέψεις κάνουν λόγο για αύξηση του ΑΕΠ 2,3% ε/ε το 4ο τρίμ. στη Μεγάλη Βρετανία έναντι 1,6% στην Ευρωζώνη και, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό και τα ονομαστικά επιτόκια 10ετίας, τα πραγματικά επιτόκια θα είναι 0,41% στην Ευρωζώνη και 1,73% στη Μ. Βρετανία το 4ο τρίμηνο του 2015. Τέλος, οι επενδύσεις αυξήθηκαν 0,9% το 2ο τρίμηνο στη Μ. Βρετανία ενώ το ίδιο διάστημα, στην Ευρωζώνη υποχώρησαν κατά 0,5%.

Έτσι, διατηρούμε τη θέση υπέρ της στερλίνας αναγνωρίζοντας ως βασικό ρίσκο για τη θέση μας την προεξόφληση του αποτελέσματος από τη διενέργεια δημοψηφίσματος για τη συμμετοχή της Μ. Βρετανίας στην Ευρωπαϊκή Ένωση πριν το τέλος του 2017.



7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

Το ισχυρό δολάριο κι η επιβράδυνση της Κίνας αποτελούν αρνητικές προϋποθέσεις για τα εμπορεύματα εν γένει.

7.1 Χρυσός

Ο χρυσός υποχωρεί 5,9% από την αρχή του έτους με το μεγαλύτερο μέρος των απωλειών να καταγράφονται στο 3^ο τρίμηνο (-4,9%), παρά την αποστροφή στον κίνδυνο που επικράτησε την ίδια περίοδο στις διεθνείς αγορές. Ωστόσο, το πολύτιμο μέταλλο δεν κατάφερε να κινηθεί αποφασιστικά χαμηλότερα των 1,100 δολ/ ουγκιά, αλλά κατέγραψε κέρδη περίπου 4% από τις αρχές Αυγούστου και σταθεροποιήθηκε στο εύρος 1,100 - 1,160, όταν διαφάνηκε η πρόθεση της Fed να αναβάλει την αύξηση επιτοκίων.

Σχετικά με τα θεμελιώδη, η ζήτηση σε φυσική μορφή δεν είναι ισχυρή κι υποχώρησε σε χαμηλό 6 ετών το 2^ο τριμ. του 2015 (-12% ε/ε). Ωστόσο, το 2^ο εξάμηνο είναι παραδοσιακά ευνοϊκό για τη ζήτηση χρυσού καθώς συμπίπτει με την εορταστική περίοδο στην Ασία. Αναφορικά με την προσφορά, η παραγωγή των χρυσορυχείων αυξήθηκε 3% ε/ε το 2^ο τρίμηνο του 2015, ενώ η ανακύκλωση χρυσού υποχώρησε 8% το ίδιο διάστημα.

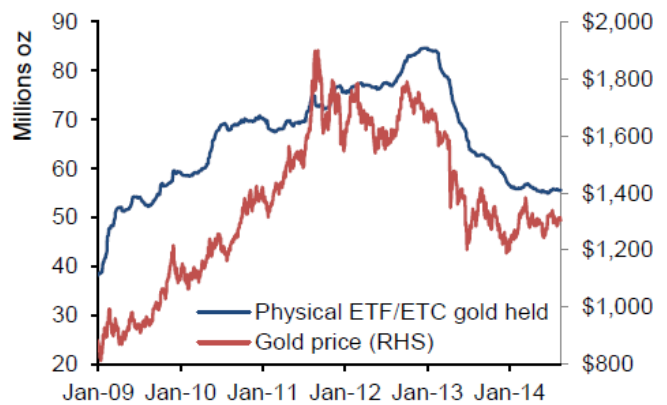
Στα τέλη Αυγούστου, παρατηρήθηκε αύξηση holdings στα ETFs, αλλά αυτή η τάση έχει ήδη αναστραφεί.

Επιπλέον, ο χρυσός σε φυσική μορφή που αντιπροσωπεύει τις επενδύσεις στα ETFs είναι στα χαμηλότερα επίπεδα από το 2009 με την τάση να παραμένει πτωτική.

ΓΡΑΦΗΜΑ 81

Πορεία τιμής χρυσού (USD) & αποθέματα ETFs

ETF million oz (lhs), gold price USD/oz (rhs)



Source: the BLOOMBERG PROFESSIONAL™ service. Credit Suisse
Πηγή: Bloomberg | Credit Suisse

Η τιμή του χρυσού έχει πληγεί από τις επικείμενες αυξήσεις επιτοκίων, την ισχυροποίηση του δολαρίου, αλλά και την απομόχλευση που πραγματοποιήθηκε στην Κίνα. Δύο παράγοντες που θα λειτουργήσουν αρνητικά στη ζήτηση για το πολύτιμο μέταλλο είναι 1) η πρόθεση της Ινδικής κυβέρνησης για δημιουργία του gold monetization scheme και του gold sovereign bond που θα διευκολύνει τη χρήση του χρυσού ο οποίος υπάρχει ήδη μέσα στη χώρα και διακρατείται από διάφορους φορείς, και θα μειώσει σε ένα βαθμό την ανάγκη για εισαγωγές και 2) η υποτίμηση των νομισμάτων σε πολλές χώρες όπου εξορύσσουν χρυσό έχει μειώσει τα κόστη παραγωγής του χρυσού περιορίζοντας την ανάγκη για περικοπή της παραγωγής.

Η στροφή στο νομισματικό κύκλο στις ΗΠΑ, παρά την καθυστέρηση που σηματοδοτούν τα πρόσφατα οικονομικά στοιχεία και η ανάπαυλα στην ανατίμηση του USD, διατηρεί τις αρνητικές προοπτικές για το χρυσό κι έτσι παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι.

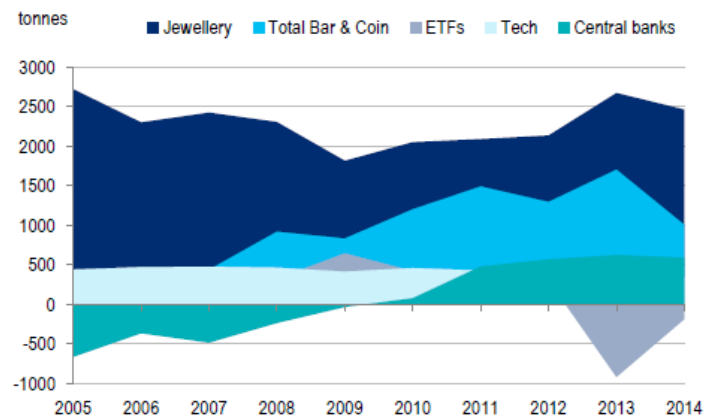
7.2 Πετρέλαιο

Έντονα πτωτικά κινήθηκε η τιμή του πετρελαίου το 3^ο τρίμηνο (περίπου -25%) κι απώλεσε τα κέρδη που είχε καταγράψει νωρίτερα στο έτος. Το ίδιο διάστημα μειώθηκε σημαντικά η διαφορά τιμής (spread) WTI και Brent, ωστόσο δεν αναμένεται να διατηρηθεί επί μακρόν.

Το μεγάλο πρόβλημα της αγοράς πετρελαίου παραμένει η υψηλή παραγωγή, η οποία μειώνεται με βραδείς ρυθμούς και μειώνεται κυρίως από χώρες εκτός ΟΠΕΚ, καθώς ο ΟΠΕΚ έχει ξεπεράσει το όριο παραγωγής και παράγει πάνω από 30 εκ. βαρέλια ημερησίως. Με την εν δυνάμει παραγωγή να είναι τόσο ισχυρή, τα αποθέματα παραμένουν υψηλά παρά τη διακοπή λειτουργίας πολλών πετρελαιοπηγών. Οι εν ενεργεία πετρελαιοπηγές βρίσκονται 43% χαμηλότερα από τα υψηλά τους το Φεβ 2012 αλλά τους τελευταίους 3 μήνες έχουν καταγράψει αύξηση 4,7%. Παράλληλα, τα αποθέματα στις ΗΠΑ έχουν υποχωρήσει κατά 8% από τα πρόσφατα υψηλά του Απριλίου 2015, παρόλο που παραμένουν σε υψηλά επίπεδα.

Αναφορικά με την προσφορά και τη ζήτηση, ο Διεθνής Οργανισμός Ενέργειας κι ο ΟΠΕΚ έχουν αναθεωρήσει ανοδικά την αύξηση της ζήτησης για το 2015 και προβλέπουν αύξηση 1,7 εκ βαρ/μέρα και 1,46 εκ βαρ/μέρα το 2015 αντίστοιχα (έναντι 1,6 εκ βαρ.μέρα και 1,38 εκ βαρ/μέρα). Από την άλλη, η αμερικανική EIA μείωσε την πρόβλεψη για την αύξηση ζήτησης σε 1,18 εκ βαρ /μέρα από 1,25 εκ βαρ/μέρα.

ΓΡΑΦΗΜΑ 82
Ιστορική ζήτηση χρυσού



Πηγή: Citi Research

ΓΡΑΦΗΜΑ 83
Πορεία τιμής πετρελαίου (USD)



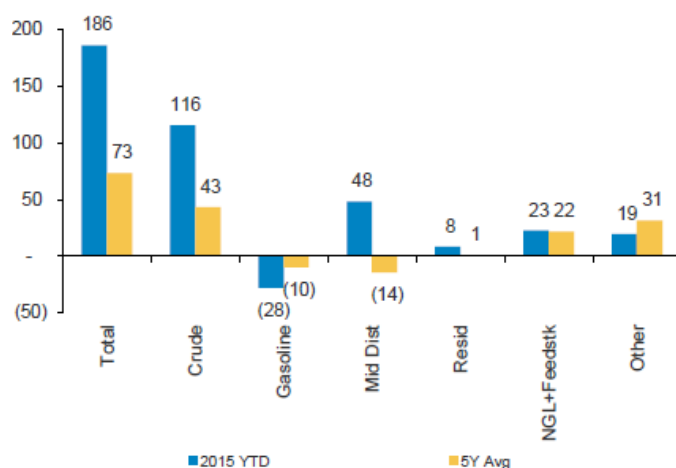
Πηγή: Bloomberg | ISU

Για την προσφορά του 2016, ο Διεθνής Οργανισμός Ενέργειας αναμένει τη μεγαλύτερη μείωση των τελευταίων 24 ετών (500.000 βαρ /μέρα) από τις χώρες εκτός ΟΠΕΚ, κυρίως από τα υψηλού κόστους κοιτάσματα στις ΗΠΑ, τη Ρωσία και τη Βόρεια Θάλασσα. Βέβαια, αυτή η ποσότητα αναμένεται να αναπληρωθεί από την υπερβάλλουσα παραγωγή του ΟΠΕΚ.

Η πιθανότητα άρσης των κυρώσεων του Ιράν το 2016 ενισχύει τον κίνδυνο υψηλής προσφοράς κι οι τριγμοί στην Κίνα ενισχύουν τη μεταβλητότητα. Στην πλειοψηφία τους, τόσο οι κυβερνητικοί φορείς όσο και επενδυτικές τράπεζες πρόσφατα προχώρησαν σε μείωση της πρόβλεψης για την τιμή του πετρελαίου. Έτσι, σύμφωνα με το Bloomberg, η μέση τιμή του WTI θα διαμορφωθεί στα \$50 το 4^ο τριμ. και \$53,5 το 1^ο τριμ. του 2016. Παραμένουμε ουδέτεροι.

ΓΡΑΦΗΜΑ 84
Αποθέματα πετρελαίου ΟΑΣΑ

2015 YTD Δ in inventory, mmb



Πηγή: Morgan Stanley



8. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ

| | | |
|--|------------------|--|
| Μετοχές | Υποεπενδεδυμένη | Η μεταβλητότητα θα αυξηθεί το επόμενο διάστημα, καθώς η αβεβαιότητα για την Κίνα, οι υψηλές αποτιμήσεις και το πτωτικό momentum της κερδοφορίας διατηρούν αρνητικούς καταλύτες στην επιφάνεια για τις μετοχικές αγορές. |
| ΗΠΑ | Υποεπενδεδυμένη | Οι αποτιμήσεις δεν είναι φθηνές, ενώ η κερδοφορία επιβραδύνεται και η ποιότητα των ισολογισμών χειροτερεύει. Διατηρούμε την προτίμηση μας στη μικρή κεφαλαιοποίηση, καθώς ευνοείται από την αύξηση της εσωτερικής κατανάλωσης στις ΗΠΑ. |
| Ευρωζώνη | Ουδέτερη | Η οικονομία της Ευρωζώνης δείχνει σημάδια ανάκαμψης, ωστόσο η κερδοφορία έχει αρχίσει να αναθεωρείται πτωτικά. Οι αποτιμήσεις είναι κοντά σε ιστορικά υψηλά και θα πρέπει να επιβεβαιωθούν από την κερδοφορία, αλλά και την πορεία των οικονομιών. |
| Ιαπωνία | Υπερεπενδεδυμένη | Παραμένει η πλέον ελκυστική αγορά σε όρους αποτίμησης έναντι των υπολοίπων αγορών και των ιστορικών μέσων όρων. Κυβέρνηση και BoJ θα συνεχίσουν να λαμβάνουν μέτρα για τόνωση της ανάπτυξης και απομάκρυνσης της οικονομίας από το φάσμα του αποπληθωρισμού. Ύπαρξη σημαντικών επιπέδων ρευστότητας στο σύστημα, φιλικές πολιτικές προς τους μετόχους. |
| Ελλάδα | Ουδέτερη | Δεδομένης της αβεβαιότητας που παραμένει παρά την πρόσφατη συμφωνία της Ελλάδας με τους πιστωτές και την παράλληλη επιδείνωση των οικονομικών μεγεθών, διατηρούμε τη θέση μας σε Ουδέτερη. |
| Αναδυόμενες Αγορές | Υποεπενδεδυμένη | Η ανάπτυξη επιβραδύνεται, με επίκεντρο την Κίνα, ενώ οι εκροές κεφαλαίων από τις αναδυόμενες αγορές συνεχίζονται. |
| Βραζιλία | Υποεπενδεδυμένη | Η οικονομία βρίσκεται σε ύφεση και η κερδοφορία αναθεωρείται πτωτικά, καθώς έχει συσχέτιση με τις τιμές των πρώτων υλών. Οι αποτιμήσεις δεν είναι ελκυστικές. |
| Ρωσία | Υποεπενδεδυμένη | Οι κυρώσεις που έχουν επιβληθεί από τις χώρες του G4 ρίχνουν τη χώρα σε βαθιά ύφεση, ενώ οι τιμές των πρώτων υλών παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, με αποτέλεσμα οι πολύ φθηνές αποτιμήσεις να δικαιολογούνται πλήρως. |
| Ινδία | Ουδέτερη | 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 στον χρηματοοικονομικό κλάδο, την υγεία και την τεχνολογία. |
| Ομόλογα | | |
| Κρατικά ομόλογα ΗΠΑ | Υποεπενδεδυμένη | Στα τρέχοντα επίπεδα, οι αποδόσεις στη λήξη σταθμίζοντας τον κίνδυνο της διάρκειας δεν είναι ελκυστικές. Θεωρούμε πιθανότερο οι αποδόσεις να ενισχυθούν από τα τρέχοντα επίπεδα, η άνοδος τους, ωστόσο, θα είναι περιορισμένη. Αναμένουμε η απόδοση της αμερικανικής δεκαετίας να κινηθεί το επόμενο διάστημα στο εύρος 2%-2,5%. |
| Κρατικά ομόλογα Γερμανίας | Υποεπενδεδυμένη | Πιστεύουμε πως στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις στη λήξη δεν αποζημιώνουν τους επενδυτές για τον κίνδυνο διάρκειας που εμπεριέχουν. Αναμένουμε η απόδοση της γερμανικής δεκαετίας να κινηθεί το επόμενο διάστημα στο εύρος 0,5%-1%. |
| Ομόλογα περιφέρειας Ευρωζώνης | Ουδέτερη | Συνεχίζουμε τη διακράτηση θέσεων στα ευρωπαϊκά περιφερειακά ομόλογα, καθώς αναμένουμε το επόμενο διάστημα να σταθεροποιηθούν στα τρέχοντα επίπεδα. |
| Κρατικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών | Υποεπενδεδυμένη | Προτιμούμε να κατοχυρώσουμε μέρος των κερδών και να μεταβάλλουμε τη θέση μας από ουδέτερη σε υποεπενδεδυμένη. |
| Εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης | Ουδέτερη | Μεταβάλλουμε τη θέση μας από υποεπενδεδυμένη σε ουδέτερη για τα ομόλογα επενδυτικής αξιολόγησης. Βλέπουμε περισσότερη αξία στις δολαριακές εκδόσεις λόγω του premium έναντι των ευρωπαϊκών spreads. |
| Εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων | Υποεπενδεδυμένη | Πιστεύουμε πως σε όρους αποτιμήσεων είναι πιο ελκυστική η κατηγορία επενδυτικής αξιολόγησης, καθώς θα αντιστραφεί η ανοδική πορεία του λόγου των spreads των δύο κατηγοριών, που έχει σημειωθεί από την αρχή του έτους. |
| Συνάλλαγμα | | |
| EURUSD | Υπέρ USD | Μεταβάλλουμε τη θέση μας από Ουδέτερη σε θέση υπέρ του USD, καθώς η διαφορά φάσης στη νομισματική πολιτική Fed και ECB δίνει προβάδισμα στο αμερικανικό νόμισμα. |
| EURGBP | Υπέρ GBP | Διατηρούμε τη θέση υπέρ της στερλίνας, καθώς τα θεμελιώδη της βρετανικής οικονομίας αλλά και οι προσδοκίες για αύξηση επιτοκίων το 1ο τριμ του 2016 ευνοούν το βρετανικό νόμισμα. |
| USDJPY | Ουδέτερη | Η χαλαρή νομισματική πολιτική εξασθενεί το νόμισμα, αλλά το γεγονός ότι έχει αυξηθεί η μεταβλητότητα στις αγορές αυξάνει την ζήτηση του JPY σε περιόδους risk-off. |
| Εμπορεύματα | | |
| Χρυσός | Υποεπενδεδυμένη | Το ισχυρό δολάριο, οι επικείμενες αυξήσεις των επιτοκίων ΗΠΑ κι η χαμηλή επενδυτική ζήτηση επηρεάζουν αρνητικά τον χρυσό. Παράλληλα τα θεμελιώδη (προσφορά & ζήτηση) δεν προσφέρουν σημαντική στήριξη. |
| Πετρέλαιο | Ουδέτερη | Η αυξημένη παραγωγή που προκύπτει από την προσπάθεια του ΟΠΕΚ να διατηρήσει τα μερίδια αγοράς του θα εξακολουθήσει να ασκεί πιέσεις στην τιμή του πετρελαίου. Διατηρούμε την Ουδέτερη θέση μας στα τρέχοντα επίπεδα τιμών. |

9. ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ

1. Σκοπός επένδυσης

Ο στόχος της συγκεκριμένης επένδυσης είναι η προστασία του κεφαλαίου μέσω υψηλού ποσοστού διακράτησης μετρητών και η δημιουργία εισοδήματος σε τακτά χρονικά διαστήματα, προστατεύοντας το κεφάλαιο από τον πληθωρισμό.

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

Ο στόχος της συγκεκριμένης επένδυσης είναι η δημιουργία εισοδήματος σε τακτά χρονικά διαστήματα, προστατεύοντας το κεφάλαιο από τον πληθωρισμό.

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

Ο στόχος της συγκεκριμένης επένδυσης είναι η ισορροπημένη ανάπτυξη του κεφαλαίου, ενισχύοντας το εισόδημα από σταθερές πηγές (μετρητά, ομόλογα), με την υπεραξία που προκύπτει από μετοχικές τοποθετήσεις.

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. Στοχεύει, έτσι, να ενισχύσει το εισόδημα που προκύπτει από το μη μετοχικό τμήμα του χαρτοφυλακίου του, με την υπεραξία του μετοχικού τμήματος, επιτυγχάνοντας αποδόσεις καλύτερες του πληθωρισμού.

Οι ανάγκες ρευστότητας μεσοπρόθεσμα είναι περιορισμένες.

4. Σκοπός επένδυσης

Ο στόχος της συγκεκριμένης επένδυσης είναι η σημαντική ανάπτυξη του κεφαλαίου, δίνοντας δευτερεύουσα σημασία στη δημιουργία εισοδήματος.

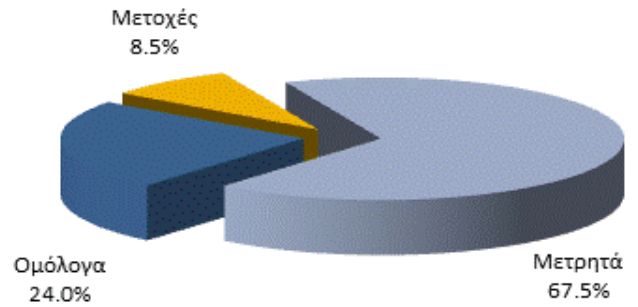
Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι τρία έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

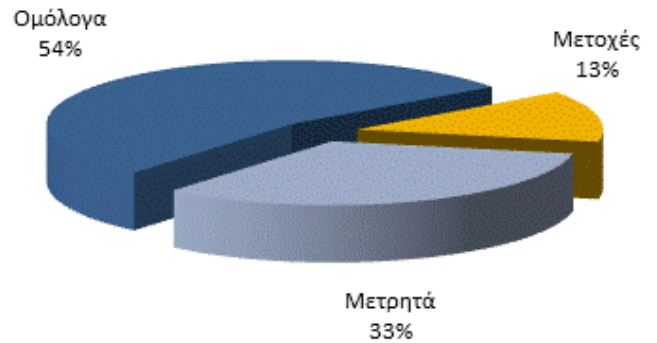
Ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να αναλάβει κίνδυνο σε μεγάλο τμήμα του κεφαλαίου του, εκμεταλλευόμενος τις τάσεις της οικονομίας και των αγορών, ώστε να επιτύχει σημαντικές αποδόσεις.

Ανάγκες ρευστότητας μεσοπρόθεσμα δεν υπάρχουν.

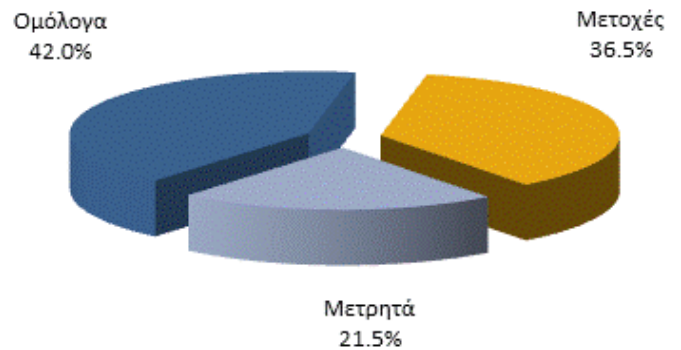
Cash Plus



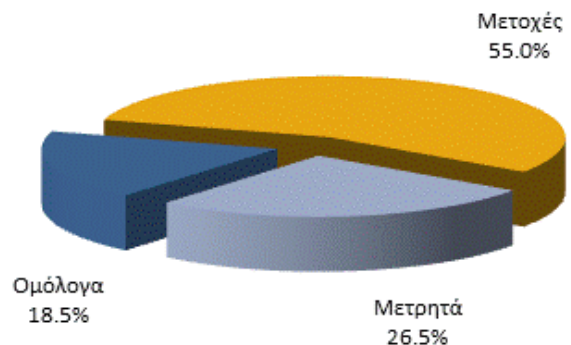
Συντηρητικό



Ισορροπημένο



Αναπτυξιακό



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

Investment Strategy Unit

Λάμπρος Γιώργος lamprosg@piraeusbank.gr

Τίτλος: Head of ISU

Τηλ: 2107469056

Ανδρικός Παναγιώτης andrikosp@piraeusbank.gr

Τηλ: 2163004512

Γυφτιά Έλενα gyfteae@piraeusbank.gr

Τηλ: 2163004527

Δαμαλάς Ξενοφών damalax@piraeusbank.gr

Τηλ: 2163004511

Δούλος Δημήτρης doulisd@piraeusbank.gr

Τηλ: 2163004513

* Το κείμενο για την Ελληνική οικονομία επιμελήθηκε το Economic Analysis

Στάγγελ Ειρήνη Staggelir@piraeusbank.gr

Γαβαλάς Δημήτρης Gavalasd@piraeusbank.gr

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία 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 νομίματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης. Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές. Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία, και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακλύσουν 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 εταιρίες 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 εκπεφρασμένα 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 διερευνήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

