PIRAEUS BANK

Διεθνείς Οικονομίες & Αγορές:

2015, Ώθηση από Πετρέλαιο & ECB, Αβεβαιότητα για FED & Ευρωπαϊκή Ενοποίηση

Μονάδα Οικονομικής Ανάλυσης & Αγορών
Δεκέμβριος 2014

Λεκκός Ηλίας LekkosI@piraeusbank.gr
Πατίκης Βασίλης PatikisV@piraeusbank.gr
Πολυχρονόπουλος Διονύσης PolychronopoulosD@piraeusbank.gr
Κωνσταντού Ευαγγελία KonstantouE@piraeusbank.gr
Παπακώστας Χρυσοβαλάντης PapakostasC@piraeusbank.gr
Λεβεντάκης Αρτέμης Leventakisa@piraeusbank.gr

Τράπεζα Πειραιώς
Αμερικής 4, 105 64, Αθήνα
Τηλ: (+30) 210 328 8187, Φαξ: (+30) 210 328 8605

researchdivision@piraeusbank.gr
Bloomberg Page: <PBGR>

Βασικά Σημεία για το 2015

- **Τα κυκλικά θεμελιώδη της οικονομίας των ΗΠΑ παραμένουν και αναμένεται να παραμείνουν θετικά** μέσα στο 2015. Η βασική πηγή οικονομικής αβεβαιότητας συνδέεται με το κατά πόσο η προσπάθεια ομαλοποίησης της νομισματικής πολιτικής και η άνοδος του κόστους δανεισμού που θα προκληθεί θα επιδράσει στην μόχλευση που έχει συσσωρευτεί εκ νέου στις αγορές αλλά και στην απομόχλευση που ακόμα διενεργείται στον ιδιωτικό τομέα. Η πτώση της τιμής του πετρελαίου αναμένεται να είναι καταλυτική. Κυρίως με θετικό τρόπο (αυξάνοντας τις παραγωγικές δυνατότητες και τα πραγματικά εισοδήματα), αλλά και πιθανώς με αρνητικό καθώς δευτερογενώς είναι πιθανή η μελλοντική δημιουργία πληθωριστικών πιέσεων μέσω της αύξησης της ζήτησης. Παράλληλα, με αφορμή τις πιέσεις στον τομέα της ενέργειας είναι δυνατό να προκληθεί γενικευμένη αύξηση της μεταβλητότητας σε μοχλευμένα κομμάτια των αγορών.

- **Τα κυκλικά θεμελιώδη της οικονομίας της Ευρωζώνης είναι αρνητικά** αλλά η διατήρηση της οικονομικής δυναμικής των ΗΠΑ, η χαλάρωση της νομισματικής πολίτικης από την ΕΚΤ, η πτώση της τιμής του πετρελαίου και μια πιθανή σταθεροποίηση της ανάπτυξης στον υπόλοιπο κόσμο θα μπορούσε να οδηγήσει σε οριακή επιτάχυνση. Η βασική πηγή κινδύνων έρχεται από το πολιτικό / θεσμικό πλαίσιο, όπου οι υφιστάμενες κεντρομόλες τάσεις τραπεζικής / οικονομικής ενοποίησης είναι πιθανό να αποδειχτούν ανεπαρκείς και αργές σε σχέση με φυγόκεντρες εξελίξεις στο πολίτικο πεδίο (αβεβαιότητα ευρωπαϊκού προσανατολισμού ανερχόμενων πολίτικων δυνάμεων, διαφορετικές προσεγγίσεις κέντρου-περιφέρειας σε θέματα προϋπολογισμών και νομισματικής πολιτικής). Παράλληλα πέρα από τις θετικές προοπτικές των ΗΠΑ αβεβαιότητα διέπει την πορεία βασικών εμπορικών εταίρων της ΕΕ όπως η Κίνα.

- **Τα πραγματικά κυκλικά θεμελιώδη, οι συνθήκες ρευστότητας αλλά και η προοπτική της εταιρικής κερδοφορίας συνηγορούν σε διατήρηση ενός θετικού επενδυτικού κλίματος για το** 2015. Δεδομένου ότι οι αρνητικές πήγες αβεβαιότητας, που μπορούμε να επισημάνουμε, είναι πιθανό να υπερτερήσουν των θετικών, θεωρούμε μια αρνητική έκπληξη πιθανότερη.

Executive Summary: **Οικονομία ΗΠΑ**

- Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης για το 2014 εκτιμάμε ότι θα διαμορφωθεί στο 2,3%. **Λόγω κυρίως της μικρής δημοσιονομικής προσαρμογής που θα απαιτηθεί για το** 2015 **και της υποχώρησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάμε ότι θα επιταχυνθεί στο** 2,9%. Η συνέχιση της υποχώρησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου αυξάνει την πιθανότητα για την ανοδική αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης για το 2015.

- Η FED εκτιμάμε ότι θα διατηρήσει σταθερό το μέγεθος του ισολογισμού της και το πολύ χαμηλό επιτόκιο (0,25%) για το μεγαλύτερο μέρος του 2015, πριν αρχίσει να περικόπτει το μέγεθος των επανεπενδύσεων των λήξεων των τίτλων που κατέχει στον ισολογισμό της και να αυξάνει το επιτόκιο**. Όμως, για το δεύτερο ήμισυ του** 2015 **ο κίνδυνος που συνδέεται με μια πιο απότομη (έναντι των προσδοκιών) επιστροφή στην κανονικότητα** (normalcy) **της νομισματικής πολιτικής εκ μέρους της** FED, **καθώς και της εντονότερης απομόχλευσης της οικονομίας είναι πιθανός**, καθώς η διατήρηση της δυνατής κυκλικής δυναμικής θα μπορούσε να προκαλέσει επιδείνωση των πληθωριστικών προσδοκιών.

- **Ο ταχύτερος ρυθμός ανάπτυξης για το** 2015 **θα οδηγήσει σε περαιτέρω υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας** στο 5,3%, ενώ λόγω της ενίσχυσης του USD και της υποχώρησης των τιμών του πετρελαίου εκτιμάμε ότι ο πληθωρισμός δεν θα υπερβεί το 2,0%, διότι θα υπάρχει έντονα πτωτικό αποτέλεσμα βάσης (base effect), συγκρίνοντας με την αντίστοιχη περίοδο του 2014 που η τιμή του πετρελαίου ήταν υψηλότερα των $90 ανά βαρέλι. Συνεπώς, πιθανός λόγος επιτάχυνσης του πληθωρισμού συνδέεται με την πλευρά της αύξησης της ζήτησης και ειδικότερα των επενδύσεων με συνέπεια υψηλότερο ρυθμό αύξησης των μισθών.

- **Η συμβολή της εσωτερικής ζήτησης στο σύνολο του ΑΕΠ θα ενισχυθεί περαιτέρω το** 2015 (η υποχώρηση στις τιμές των καυσίμων και η μείωση του ποσοστού ανεργίας θα ευνοήσουν την κατανάλωση), ενώ αντίθετα η συμβολή που συνδέεται με τη δραστηριότητα του εξωτερικού εμπορίου θα επιβαρυνθεί από την ενίσχυση του USD και το χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης στην Ευρωζώνη και σε άλλες μεγάλες οικονομίες.

- Από την ανάλυση των μεταβλητών που παρακολουθούμε, παρατηρούμε ότι κατά τα διάρκεια του Νοεμβρίου **η οικονομία βρέθηκε για** 6ο **διαδοχικό μήνα στη φάση της ανάπτυξης του οικονομικού κύκλου**. Το υψηλό επίπεδο στο οποίο διαμορφώνεται η πλειοψηφία των πρόδρομων οικονομικών δεικτών καταδεικνύει τη συνέχιση της ισχυρής δυναμικής της οικονομίας.

Executive Summary: **Οικονομία Ευρωζώνης**

- Για το 2014, μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 0,8%. **Λόγω της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής που θα ακολουθηθεί από την ΕΚΤ στο μεγαλύτερο μέρος του** 2015 **και της μικρότερης (σε σύγκριση με τα προηγούμενα έτη) δημοσιονομικής προσαρμογής που θα απαιτηθεί και της υποχώρησης των διεθνών τιμών του πετρελαίου ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάμε ότι θα επιταχυνθεί στο** 1,2%. Δεν συνυπολογίζουμε επιδείνωση του εξωτερικού γεωπολιτικός περιβάλλοντος (Ουκρανία, Μέση Ανατολή). Στην αντίθετη περίπτωση αυξάνει ο κίνδυνος για την πτωτική αναθεώρηση στο ρυθμό ανάπτυξης για το 2015.

- **Παράλληλα, παρά την θετική εξέλιξη της έναρξης της λειτουργίας του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού για τον τραπεζικό τομέα, η πολιτική αβεβαιότητα διαφαίνεται ότι θα αυξηθεί** κατά τη διάρκεια του 2015, οδηγώντας ενδεχομένως σε πιο φυγόκεντρη τάση ως προς το πλαίσιο των αποφάσεων για μια ευρύτερα, οικονομικά η/και πολιτικά, ενοποίηση στη Ευρωζώνη.

- **Ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης για το** 2015 **θα συνεχίσει να οδηγεί σε βραδεία μείωση του ποσοστού ανεργίας**, με αποτέλεσμα να υποχωρεί υπό του 11 % στο τέλος του 2015. Παρά τη διολίσθηση του EUR, η σημαντική υποχώρηση στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου εκτιμάμε ότι θα συγκρατήσει τον πληθωρισμό υπό του 0,5% κατά τη διάρκεια του α' εξαμήνου του 2015, ενώ θα προσεγγίσει το 1,0% στο τέλος του 2015. Επιπλέον, λόγω του έντονα πτωτικού αποτελέσματος βάσης (base effect) που θα προκύψει από την υποχώρηση στις τιμές του πετρελαίου δεν αποκλείουμε την πιθανότητα των αποπληθωριστικών τιμών για το α' εξάμηνο του 2015.

- **Η συμβολή της εσωτερικής ζήτησης στο σύνολο του ΑΕΠ θα ενισχυθεί το** 2015, λόγω των χαμηλών τιμών του πετρελαίου και της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που στοχεύει στην ανάκαμψη των τραπεζικών χορηγήσεων προς τον ιδιωτικό τομέα. Παράλληλα, η συμβολή που συνδέεται με τη δραστηριότητα του εξωτερικού εμπορίου θα διατηρηθεί , λόγω της διολίσθησης του EUR και της επιτάχυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ.

- Από την ανάλυση των μεταβλητών που παρακολουθούμε, παρατηρούμε ότι **κατά τα διάρκεια του Νοεμβρίου η οικονομία βρέθηκε για** 5ο **διαδοχικό μήνα στη φάση της επιβράδυνσης του οικονομικού κύκλου**. Το επίπεδο στο οποίο διαμορφώνονται οι πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες αλλά και η πλειοψηφία των στοιχείων που αντανακλούν την πραγματική οικονομική δραστηριότητα καταδεικνύει ότι η οικονομία εξακολουθεί και θα συνεχίσει να κινείται με χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης με πιθανή μια επιτάχυνση προς το τέλος του έτους.

Θεσμικές Εξελίξεις στην ΕΖ

- Οι θεσμικές και κανονιστικές εξελίξεις κατά τη διάρκεια του 2014 υπήρξαν ιδιαίτερα σημαντικές στην προοπτική της θεσμοθέτησης της Ευρωπαϊκής Τραπεζικής Ένωσης. Η ΕΚΤ στα πλαίσια λειτουργίας του Ενιαίου Εποπτικού Μηχανισμού (ΕΕΜ) ανέλαβε στις 4 Νοεμβρίου την αρμοδιότητα εποπτείας των τραπεζών στη ζώνη του ευρώ, έπειτα από την ολοκλήρωση της προπαρασκευαστικής φάσης η οποία περιλάμβανε τον διεξοδικό έλεγχο των ισολογισμών και την επαλήθευση της ανθεκτικότητας των μεγαλύτερων τραπεζών στη ζώνη του ευρώ. Η ΕΚΤ ασκεί άμεση εποπτεία σε 120 σημαντικούς τραπεζικούς ομίλους, οι οποίοι αντιπροσωπεύουν 82% του συνολικού ενεργητικού του τραπεζικού τομέα στη ζώνη του ευρώ. Παράλληλα ανέλαβε την έμμεση εποπτεία των υπολοίπων, περίπου 3.500 τραπεζών, οι οποίες θα εποπτεύονται από τις εθνικές εποπτικές αρχές, υπό τις κατευθυντήριες γραμμές και οδηγίες της ΕΚΤ.

- Η συνολική φιλοσοφία της Τραπεζικής Ένωσης περιστρέφεται γύρω από δύο βασικές αρχές: ελαχιστοποίηση της επιβάρυνσης κρατών/φορολογούμενων και κατάργηση της έμμεσης στήριξης που απολαμβάνουν οι συστημικές (too big to fail) τράπεζες. Η τραπεζική εποπτεία σε ευρωπαϊκό επίπεδο δεν θα εξαλείψει τους κινδύνους από μία νέα χρηματοπιστωτική κρίση. Ωστόσο, θα τους ελαχιστοποιήσει ση λογική ότι η πρόληψη είναι καλύτερη από τη θεραπεία. Η υπερεθνική εποπτεία εκτιμάται ότι θα βελτιώσει και θα ενισχύσει τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, διασφαλίζοντας την ίση μεταχείριση των τραπεζών όσον αφορά τις εποπτικές απαιτήσεις που αυτές πρέπει να πληρούν.

- Εκτός της εποπτείας, η Τραπεζική Ένωση στηρίζεται σε ένα ακόμα πυλώνα: τον Ενιαίο Μηχανισμό Εξυγίανσης (ΕΜΕ), ο οποίος διασφαλίζει ότι, αν μια τράπεζα που υπάγεται στον ενιαίο εποπτικό μηχανισμό αντιμετωπίσει, σοβαρές δυσχέρειες, η εξυγίανσή της θα μπορεί να αντιμετωπιστεί με αποτελεσματικό τρόπο. Η διαδικασία εξυγίανσης περιλαμβάνει πολλαπλά στάδια και πολλούς εμπλεκόμενους θεσμικούς φορείς οι οποίοι θα κληθούν να αποφασίσουν άμεσα για την εισαγωγή μιας τράπεζας σε καθεστώς εξυγίανσης. Ο ΕΜΕ θα τεθεί σε ισχύ την 1η Ιανουαρίου 2015, ενώ οι λειτουργίες εξυγίανσης θα ισχύουν από την 1η Ιανουαρίου 2016.

- Η Τραπεζική Ένωση θα οδηγήσει σε ένα πιο ανθεκτικό και αποδοτικό τραπεζικό σύστημα ενώ η αυξημένη εμπιστοσύνη στον ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα εκτιμάται ότι θα μειώσει το κόστος του χρήματος, γεγονός που θα τονώσει την οικονομική δραστηριότητα. Ωστόσο για το 2015 υπάρχουν σημαντικές προκλήσεις για το ευρωπαϊκό τραπεζικό τομέα που αφορούν τη λειτουργία του ΕΕΜ σε «πραγματικές συνθήκες», το κανονιστικό πλαίσιο της «Βασιλείας ΙΙΙ» το οποίο θέτει νέους δείκτες που αφορούν ρευστότητα και μόχλευση, την αποτελεσματική και ομοιογενή μετάδοση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ σε όλες τις χώρες – μέλη της ευρωζώνης και το ενδεχόμενο της διαρθρωτικής ανασυγκρότησης των τραπεζικών ιδρυμάτων. Οι νέες ρυθμίσεις των εποπτικών αρχών, τα μέτρα ενίσχυσης των κεφαλαιακών απαιτήσεων των τραπεζών αλλά και η λειτουργία του χρηματοπιστωτικού τομέα σε μακροοικονομικές συνθήκες ήπιας ανάπτυξης και χαλαρής νομισματικής πολιτικής θα έχουν αντίκτυπο στους ισολογισμούς, στη κερδοφορία, και στις αποδόσεις ιδίων κεφαλαίων. Επιπλέον αναμένεται να επηρεάσουν τη διαμόρφωση της εμπορικής πολιτικής και την οργανωτική δομή των τραπεζών.

Executive Summary: **Νομισματική Πολιτική ΕΚΤ** & FED

- Ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ντράγκι τόνισε την πρόθεση της ΕΚΤ να αυξήσει το μέγεθος του ισολογισμού της στο επίπεδο που ήταν στις αρχές του 2012, δηλαδή αύξηση της τάξης των €950 δισ. σε σχέση με το τωρινό επίπεδο, στοχεύοντας στην αποτροπή του αποπληθωρισμού και στην ενίσχυση του πληθωρισμού πλησίον (αλλά χαμηλότερα) του 2,0% (σε διατηρήσιμη βάση), σύμφωνα με τον καταστατικό στόχο (mandate) της ΕΚΤ. Έως τις 5 Δεκεμβρίου η ΕΚΤ είχε προβεί στην αγορά καλυμμένων ομολογιών ύψους €21 δισ. και ABSs ύψους μόλις €600 εκατ. Επιπλέον, κατά τη δεύτερη πράξη TLTRO αντλήθηκε ρευστότητα €130 δισ. (έναντι €83 δισ. κατά την πρώτη πράξη TLTRO), ενώ εκκρεμεί η αποπληρωμή για τις προηγούμενες πράξεις LTRO ύψους περίπου €260 δισ.

- **Συνυπολογίζοντας τον αναιμικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας της ΕΖ και τη σημαντική υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου εκτιμάμε ότι θα απαιτηθεί ευρύτερη αύξηση του μεγέθους του ισολογισμού της ΕΚΤ για την επίτευξη του στόχου**. Επιπλέον, οι προσδοκίες της αγοράς διαβλέπουν ότι το παρεμβατικό επιτόκιο θα διατηρηθεί υπό του 0,25% έως το τέλος του 2016. Στην περίπτωση που θα απαιτούνται περαιτέρω μέτρα για την επίτευξη του στόχου, ο πρόεδρος Ντράγκι τόνισε ότι για τη λήψη της απόφασης η ομοφωνία είναι επιθυμητή αλλά όχι υποχρεωτική. Αυτό το πλαίσιο αν και ευνοϊκό από οικονομική άποψη είναι πιθανό να αποτελέσει αφορμή για αναζωπύρωση των ενδο – ευρωπαϊκών πολιτικών τριβών και αύξηση του ευρωπαϊκού risk-premium.

- Μετά τον τερματισμό αύξησης του μεγέθους του ισολογισμού της, η FED εστιάζει το ενδιαφέρον της στην καταλληλότητα της χρονικής στιγμής που θα ξεκινήσει η αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου της, καθώς και η μείωση του μεγέθους των επανεπενδύσεων των λήξεων των τίτλων που έχει στον ισολογισμό της. Η σημαντική υποχώρηση των τιμών του πετρελαίου, η ενίσχυση του USD και η επιβεβλημένη τάση της ΕΚΤ και της BoJ να επιμείνουν στην πολιτική της χαλάρωσης **εκτιμάμε ότι θα επιβραδύνουν την απόφαση για αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου από τη** FED **προς τα τέλη του** 2015, **διότι ο δομικός πληθωρισμός** (core PCE) **δύσκολα θα προσεγγίσει πόσο δε μάλλον θα υπερβεί το** 2,0% **σε διατηρήσιμη βάση κατά τη διάρκεια του** 2015. Επιπλέον, οι προσδοκίες της αγοράς για το παρεμβατικό επιτόκιο είναι αισθητά χαμηλότερες σε σύγκριση με τις εκτιμήσεις της FOMC του Σεπτεμβρίου. Συνεπώς, αναμένουμε την πτωτική αναθεώρησή τους στη δημοσίευση των νέων εκτιμήσεων του Δεκεμβρίου ενσωματώνοντας τα αποτελέσματα της σημαντικής πτώσης της τιμής του πετρελαίου. Προς το τέλος του έτους έστω και οριακές πληθωριστικές τάσεις θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μια εντονότερη ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής.

Executive Summary: **Αγορές**

- Κατά τη διάρκεια του Δεκεμβρίου (έως τις 15/12), οι ονομαστικές αποδόσεις που καταγράφηκαν ήταν σημαντικά αρνητικές στις μετοχές (-3,8% ο δείκτης S&P500 και -8,2% ο δείκτης Eurostoxx 50), ενώ αντίθετα συνεχίστηκε η ικανοποιητικά θετική απόδοση των γερμανικών κρατικών ομολόγων (0,7%). Σε σύγκριση με το τέλος του 2013, η τιμή του πετρελαίου Brent έχει υποχωρήσει κατά 44,5%, ο γενικός δείκτης του ελληνικού χρηματιστηρίου κατά 28% και η συναλλαγματική ισοτιμία EUR/USD κατά 9,5%. Αντίθετα, τα γερμανικά κρατικά ομόλογα έχουν καταγράψει ικανοποιητικά κέρδη (9,9%) .

- Η φάση της ανάπτυξης, των επιτοκίων, του πληθωρισμού και της ρευστότητας συνολικά στην οποία βρίσκεται η αμερικανική οικονομία, αποτελεί ένα περιβάλλον το οποίο παραμένει ευνοϊκό για τις μετοχικές αγορές. Παράλληλα και οι αποτιμήσεις δεν είναι ιδιαίτερα ακριβές ιδίως εάν συνυπολογίσουμε τον οικονομικό κύκλο. Θετική παραμένει και η δυναμική του επενδυτικού κλίματος. Παράγοντας ο όποιος αναμένεται να ασκήσει αρνητική επίδραση είναι μια απομόχλευση των αγορών καθώς σταματά η επέκταση του χαρτοφυλακίου της FED. Μια ισομερής στάθμιση παραγόντων ανάπτυξης/ ρευστότητας θα ήταν συνεπής με μια άνοδο του S&P500 της τάξης του 10%. Τα κρατικά ομόλογα συνεχίζουν να παρουσιάζουν αποδόσεις οι οποίες δεν δικαιολογούνται από τον οικονομικό κύκλο κυρίως λόγω της διστακτικότητας της FED, της μη διάχυσης της ρευστότητας που η κεντρική τράπεζα προσφέρει, στην ευρύτερη οικονομία, την οικονομική αβεβαιότητα στον υπόλοιπο κόσμο, αλλά και τον κίνδυνο μια απότομης απομόχλευσης. Συνολικά αναμένουμε άνοδο τον δεκάτων αποδόσεων της τάξης των 25-30 μονάδων βάσης.

- Η οικονομική δυναμική στην Ευρωζώνη παραμένει αρνητική για τις μετοχικές αγορές οι οποίες όμως παρουσιάζουν αποδόσεις υψηλότερες από αυτές που δικαιολογούνται, πιθανόν τόσο λόγω της συν- διακύμανσης με τις αγορές των ΗΠΑ αλλά και λόγω προσδοκιών για τις πολιτικές της ΕΚΤ (QE). Παράλληλα, παραμένουν ιδιαίτερα ευάλωτες σε μια εντονότερη απομόχλευση στις ΗΠΑ. Μια ισομερής στάθμιση παραγόντων ανάπτυξης/ ρευστότητας θα ήταν συνεπής με μια άνοδο του Eurostoxx 50 της τάξης του 6.5%. Οι αποδόσεις των γερμανικών κρατικών ομολόγων έχουν ήδη υποχωρήσει σημαντικά πέρα από το αναμενόμενο καθώς είναι πιθανό να έχουν ήδη προεξοφλήσει τόσο μια πιο χαλαρή πολίτικη εκ μέρους της ΕΚΤ αλλά και μια σχεδόν μόνιμη πτώση του πληθωρισμού ή και είσοδο σε αποπληθωριστικό περιβάλλον. Υπό την προϋπόθεση ότι η οικονομία της Ευρωζώνης δεν θα εισέρθει σε τρίτη ύφεση και ότι δεν θα παρατηρηθεί μια εδραίωση αποπληθωριστικών προσδοκιών αναμένουμε μια άνοδο των δεκαετών γερμανικών αποδόσεων κατά 30 μβ.

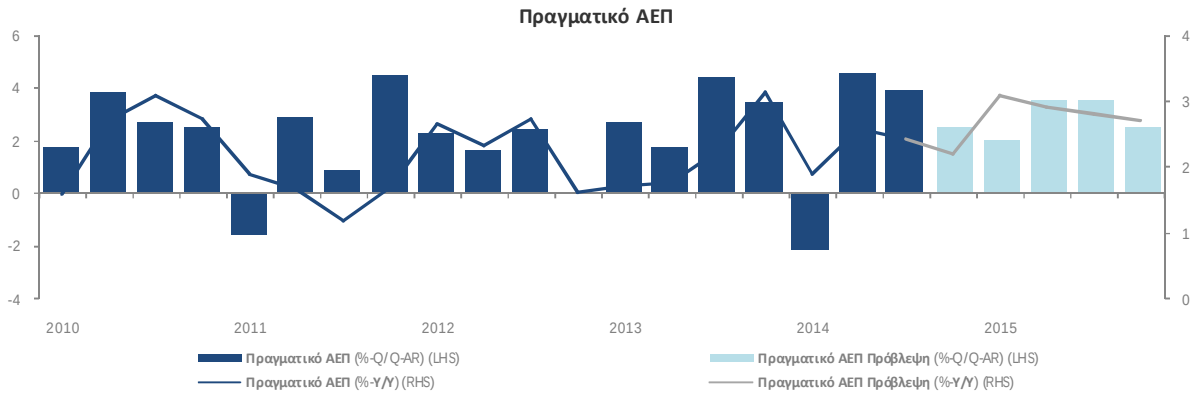
PIRAEUS BANK

Περιεχόμενα

- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΗΠΑ
- Νομισματική Πολιτική ΗΠΑ
- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΕΖ
- Νομισματική Πολιτική ΕΖ
- Αγορές
- Δείκτες Μεταβλητότητας - Κινδύνου
- Παράρτημα

ΗΠΑ 2014: **Στο** 2,9% **ο ρυθμός ανάπτυξης για το** 2015 (2014:2,3%)

	Q/Q-AR-%								Y/Y-%-AVG		
	Πραγματικά Στοιχεία			**Εκτιμήσεις**					**Πραγματικά Στοιχεία**	**Εκτιμήσεις**	
	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2013	2014	2015
Πραγματικό ΑΕΠ	-2,1	4,6	3,9	2,5	2,0	3,5	3,5	2,5	2,2	2,3	2,9
Κατανάλωση	1,2	2,5	2,2	2,5	2,5	3,0	3,0	2,5	2,4	2,3	2,7
Επενδύσεις	-6,9	19,1	5,1	5,5	5,5	9,0	9,0	5,5	4,9	5,9	7,1
Δημόσιες Δαπάνες	-0,8	1,7	4,2	-1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	-2,0	-0,1	1,1
Εξαγωγές	-9,2	11,0	5,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,5	4,9
Εισαγωγές	2,2	11,0	-0,7	6,0	6,0	6,0	6,0	6,0	1,0	3,9	5,9
Πληθωρισμός	1,4	2,1	1,8	1,4	1,1	1,1	1,1	1,5	1,5	1,7	1,3
Core PCE	1,3	1,5	1,5	1,5	1,3	1,3	1,3	1,5	1,4	1,5	1,4
Ποσοστό Ανεργίας	6,7	6,2	6,1	5,7	5,6	5,4	5,2	5,1	7,4	6,2	5,3
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,50	0.50-0.75	0,25	0,25	0.50-0.75

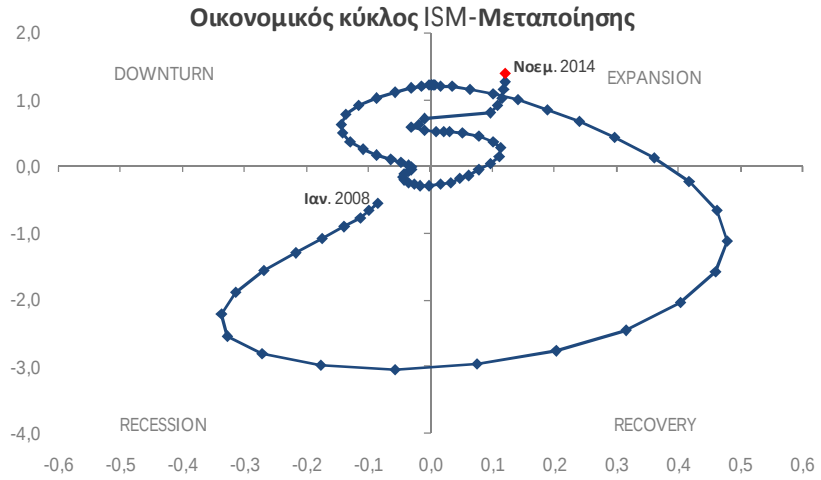


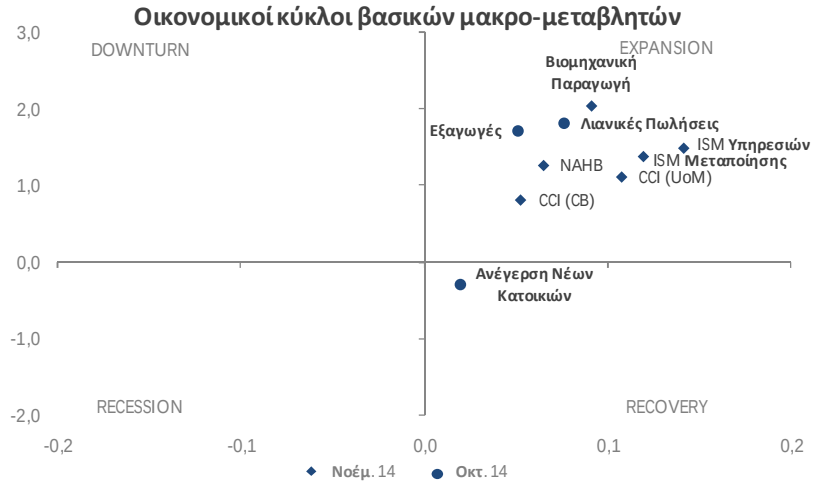
Οικονομικός Κύκλος ΗΠΑ: Σε περιβάλλον ανάπτυξης βρίσκονται σχεδόν όλες οι μεταβλητές

Αμελητέα μείωση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Νοεμβρίου στον πρόδρομο επιχειρηματικό δείκτη ISM του τομέα της μεταποίησης στις (στις 58,7 από τις 59 μονάδες), παραμένοντας όμως σε πολύ υψηλό επίπεδο, που υπερβαίνει τη μια τυπική απόκλιση από τη μακροχρόνια μέση τιμή.

Η ποσοτική επεξεργασία του συγκεκριμένου πρόδρομου δείκτη καταδεικνύει ότι **η αμερικανική οικονομία βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης για έκτο διαδοχικό μήνα**. Όλες (σχεδόν) οι μεταβλητές που παρακολουθούμε εντάσσονται στη φάση της ανάπτυξης.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας αναμένουμε ότι κατά το **μεγαλύτερο μέρος του** 2015 **η οικονομία θα παραμείνει σε αυτήν την φάση** με πιθανότητα μερικής επιβράδυνσης μετά το δεύτερο μισό του έτους.





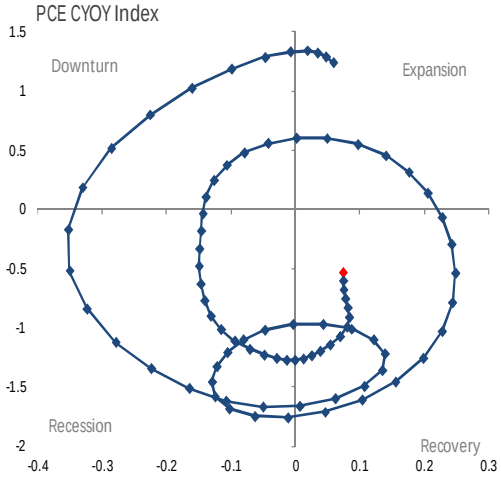
Κύκλοι Ρευστότητας ΗΠΑ: Σημάδια ωρίμανσης

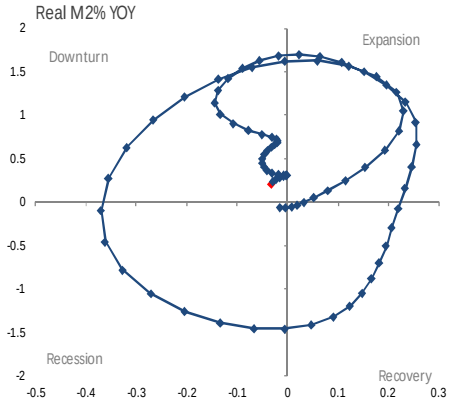
Ενδιαφέρον παρουσιάζει και η πορεία μεταβλητών που είναι συνδεμένες με την νομισματική πολιτική και την ρευστότητα.

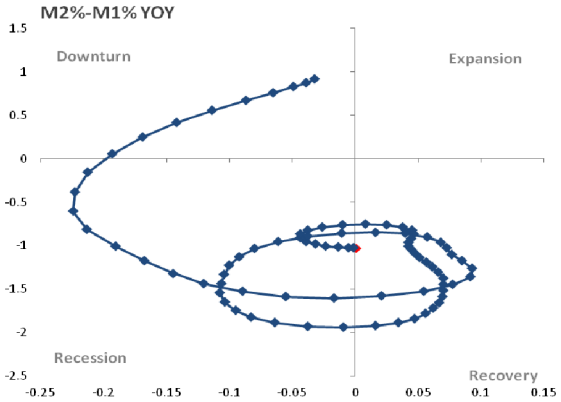
Έτσι ο πυρήνας του πληθωρισμού των καταναλωτικών δαπανών (PCE) έχει εξέλθει από τη φάση της ύφεσης και βρίσκεται στην φάση ανάκαμψης μια πιθανή είσοδος στην φάση της επέκτασης θα οδηγούσε σε πιο περιοριστική πολίτικη στο τέλος του 2015.

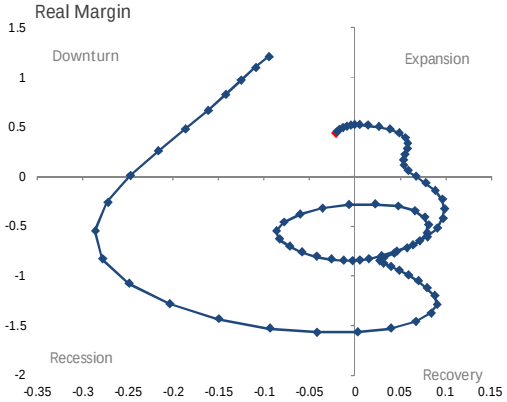
Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της πραγματικής προσφοράς χρήματος (M2) βρίσκεται στην φάση της επιβράδυνσης αλλά η M2 σε σχέση με την M1 τώρα εμφανίζεται να βγαίνει από την ύφεση και να οδεύει προς την ανάκαμψη συνηγορώντας σε μια διάχυση της ρευστότητας στην οικονομία.

Ανησυχία προκαλεί η τάση των μοχλευμένων θέσεων (margin) στις χρηματιστηριακές των ΗΠΑ όπου εξέρχονται της φάσης επέκτασης, ανάπτυξης βρίσκονται στην φάση της επιβράδυνσης * και θα μπορούσε να αποτελέσει πηγή κλυδωνισμών.









*σε πραγματικούς όρους και έχοντας αφαιρέσει την μακροχρόνια τάση

Οικονομικός Κύκλος ΗΠΑ: Ανώτερα των προσδοκιών οικονομικά στοιχεία

Τρ. Πειραιώς: Δείκτης Οικ. Δραστηριότητας & Πραγματικό ΑΕΠ ΗΠΑ

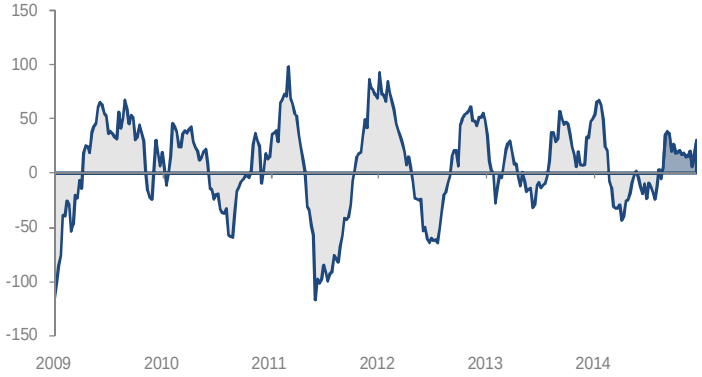
Ο δείκτης οικονομικής δραστηριότητας διαμορφώνεται υψηλότερα (κατά 0,6 τυπικές αποκλίσεις) σε σύγκριση με τον μακροχρόνιο μέσο όρο .

Εφόσον, ο μακροχρόνιος μέσος όρος του δείκτη αντιστοιχεί σε ρυθμού μεγέθυνσης 2,2% του πραγματικού ΑΕΠ , το επίπεδο του δείκτη σηματοδοτεί την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης (από το 2,4% που διαμορφώθηκε το γ' τρίμηνο) προσεγγίζοντας το 3%.

Ο δείκτης οικονομικών εκπλήξεων Citi, παραμένει σε θετικό έδαφος από τον Αύγουστο. Όμως το μέγεθος της θετικής έκπληξης σε σύγκριση με τις προηγούμενες αντίστοιχες περιόδους είναι (έως τώρα) μικρότερο.

Τρ. Πειραιώς: Δείκτης Οικ. Δραστηριότητας ΗΠΑ

Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων Citi, ΗΠΑ

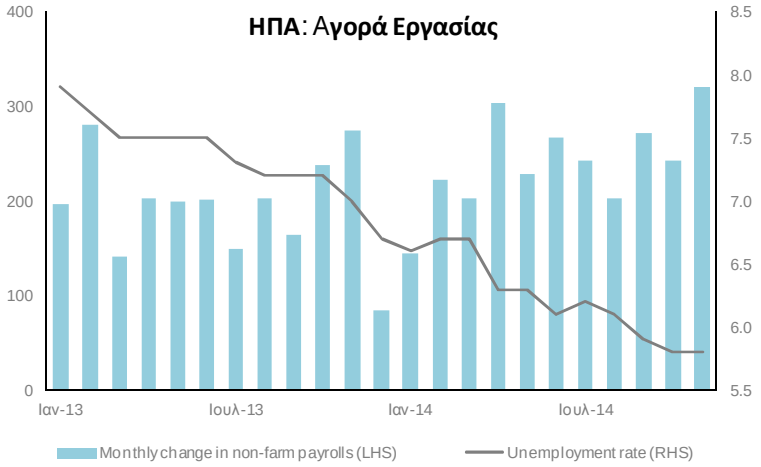


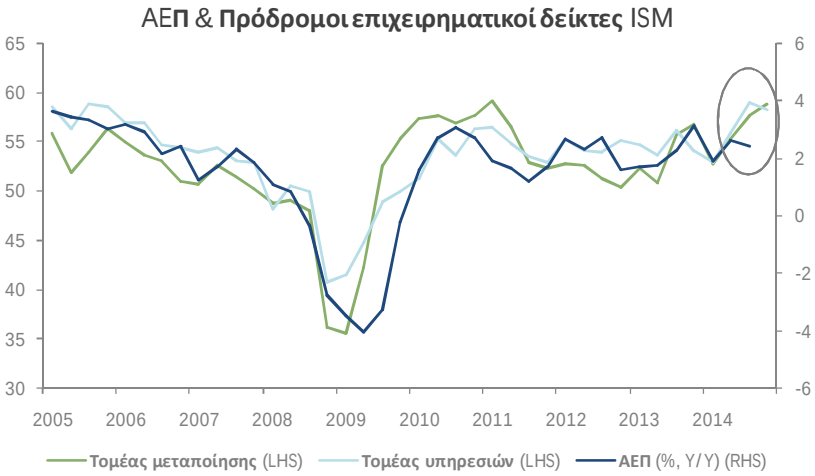
ΗΠΑ - Τρέχουσα Συγκυρία: Περισσότερες νέες θέσεις εργασίας

Με 3,9% (τριμηνιαίος ετησιοποιημένος ρυθμός) μεγεθύνθηκε η οικονομία κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου, ενώ για το δ' τρίμηνο εκτιμάμε επιβράδυνση στο 2,5%. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάμε ότι θα διαμορφωθεί στο 2,3% για το 2014 και στο 2,9% για το 2015.

Ιδιαίτερα ενθαρρυντικές ήταν οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας το Νοέμβριο, καθώς βάσει της έρευνας που βασίζεται στις εταιρικές καταστάσεις μισθοδοσίας, προκύπτει ότι **οι νέες θέσεις εργασίας σε εποχικά προσαρμοσμένη βάση αυξήθηκαν το Νοέμβριο κατά** 321 **χιλ. έναντι** 230 **χιλ. που ήταν η μέση εκτίμηση της αγοράς και** 243 **χιλ. τον προηγούμενο μήνα. Πρόκειται για τη μεγαλύτερη αύξηση από τον Ιανουάριο του** 2012. **Στο ενδεκάμηνο του** 2014 **ανήλθαν στα** 2,65 **εκατ. έναντι** 2,25 **εκατ. και** 2,02 **εκατ. τις αντίστοιχες περιόδους του** 2013 **και του** 2012. Το ποσοστό ανεργίας δεν μειώθηκε περαιτέρω, παραμένοντας στο επίπεδο του Οκτωβρίου (5,8%) που αποτελεί το χαμηλότερο ποσοστό από τον Ιούλιο του 2008. Παράλληλα, στο 59,2% διατηρήθηκε ο λόγος των εργαζομένων προς το σύνολο του πληθυσμού.

Ο πρόδρομος επιχειρηματικός δείκτης ISM διαμορφώθηκε το Νοέμβριο σε ιδιαίτερα υψηλό επίπεδο (πλησίον των 59 μονάδων) τόσο στη μεταποίηση όσο και στον τομέα των υπηρεσιών. Επιπλέον, σε παρόμοια υψηλά επίπεδα διαμορφώθηκε ο πρόδρομος δείκτης των κατασκευαστών κατοικιών (NAHB), καθώς και οι πρόδρομοι δείκτες που εξάγονται από τις έρευνες που διεξάγονται στους καταναλωτές.





PIRAEUS BANK

Περιεχόμενα

- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΗΠΑ
- Νομισματική Πολιτική ΗΠΑ
- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΕΖ
- Νομισματική Πολιτική ΕΖ
- Αγορές
- Δείκτες Μεταβλητότητας - Κινδύνου
- Παράρτημα

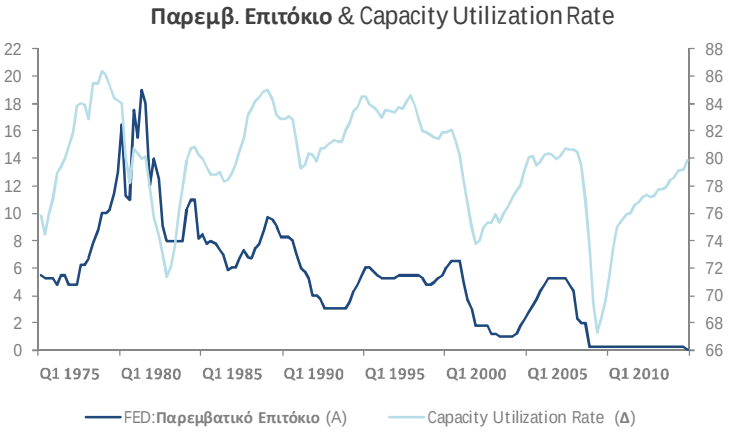
FED: Considerable time?

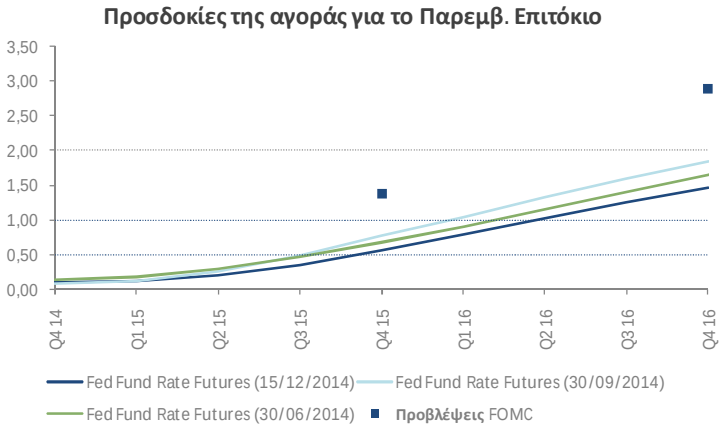
Στην τελευταία συνεδρίασή της, η FED προέβη **στον τερματισμό του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης**. Από το ξέσπασμα της κρίσης (το 2008) και ύστερα η FOMC προχώρησε στην αύξηση του μεγέθους του ισολογισμού της FED από τα $900 δισ. στα $4,5 τρισ., μέσω της πραγματοποίησης τριών προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης (QE).

Έντονος προβληματισμός επικράτησε μεταξύ των μελών της FOMC για την καταλληλότητα της διατύπωσης που τοποθετεί χρονικά την πρώτη αύξηση των επιτοκίων μετά από «αρκετό διάστημα» («considerable time») από την ολοκλήρωση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, καθώς κάποια εκ των μελών της Επιτροπής εξέφρασαν την ανησυχία ότι ίσως λαθεμένα να εκληφθεί ότι η αύξηση των επιτοκίων δεν εξαρτάται από την εξέλιξη των οικονομικών στοιχείων.

Σύμφωνα με τις προβλέψεις των μελών της Επιτροπής, η μέση τιμή του βασικού επιτοκίου προβλέπεται να διαμορφωθεί στα τέλη του 2015 στο 1,25%-1,50% και του 2016 να ανέλθει στο 2,75%-3,00%. Σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς, το βασικό επιτόκιο προβλέπεται να διαμορφωθεί στα τέλη του 2015 στο 0,50%- 0,75% και στα τέλη του 2016 θα ανέλθει στο 1,50%-1,75%.

Στις αρχές του δ' τριμήνου του 2015, **εκτιμάμε ότι θα ξεκινήσει η αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου (και ταυτόχρονα τη μείωση του μεγέθους των επανεπενδύσεων των λήξεων των τίτλων**), **διότι η ενισχυμένη κυκλική δυναμική και η παύση της επίδρασης του φαινομένου βάσης (που θα έχει προκληθεί από την υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου) θα ωθήσουν τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του** Core PCE **προς το** 2,0%. Αξίζει να σημειωθεί ότι σύμφωνα με τα στοιχεία του Νοεμβρίου, το capacity utilization rate επανήλθε στο 80% που αποτελεί τη μακροχρόνια μέση τιμή του.





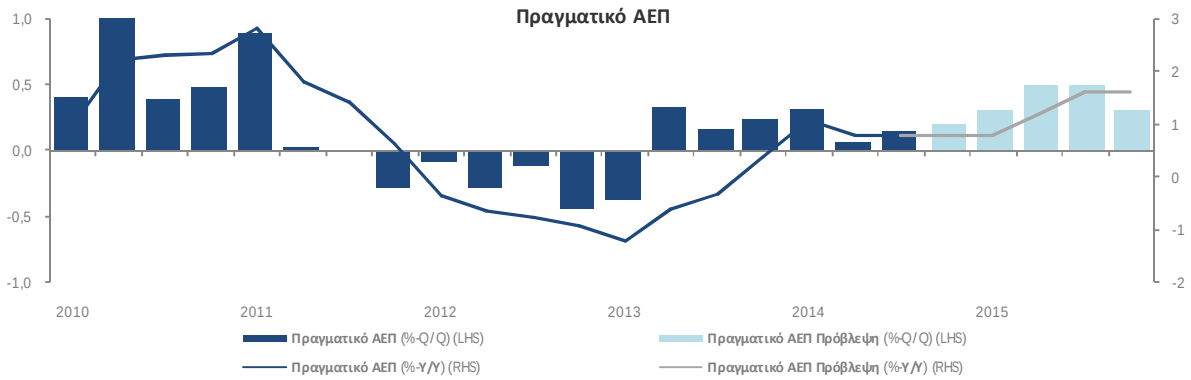
PIRAEUS BANK

Περιεχόμενα

- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΗΠΑ
- Νομισματική Πολιτική ΗΠΑ
- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΕΖ
- Νομισματική Πολιτική ΕΖ
- Αγορές
- Δείκτες Μεταβλητότητας - Κινδύνου
- Παράρτημα

ΕΖ 2014: **Στο** 1,2% **ο ρυθμός ανάπτυξης για το** 2015 (2014:0,8%)

	Q/Q-%								Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία			**Εκτιμήσεις**					**Πραγματικά Στοιχεία**	**Εκτιμήσεις**	
	2014 Q1	2014 Q2	2014 Q3	2014 Q4	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2013	2014	2015
Πραγματικό ΑΕΠ	0,3	0,1	0,2	0,2	0,3	0,5	0,5	0,3	-0,4	0,8	1,2
Κατανάλωση	0,2	0,3	0,5	0,2	0,2	0,4	0,4	0,2	-0,7	0,9	1,3
Επενδύσεις	0,9	-1,1	-0,3	0,3	0,3	0,9	0,9	0,3	-2,9	0,9	1,9
Δημόσιες Δαπάνες	0,1	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,9	0,9
Εξαγωγές	0,4	1,4	0,8	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,5	3,5	3,9
Εισαγωγές	0,1	1,3	1,2	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	0,5	3,5	3,9
Πληθωρισμός	0,7	0,6	0,4	0,2	0,1	0,3	0,5	1,1	1,4	0,5	0,5
Ποσοστό Ανεργίας	11,7	11,6	11,5	11,4	11,3	11,2	11,1	11,0	11,9	11,5	11,1
ΕΚΤ - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0,25	0,15	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,05	0,25	0,05	0,05



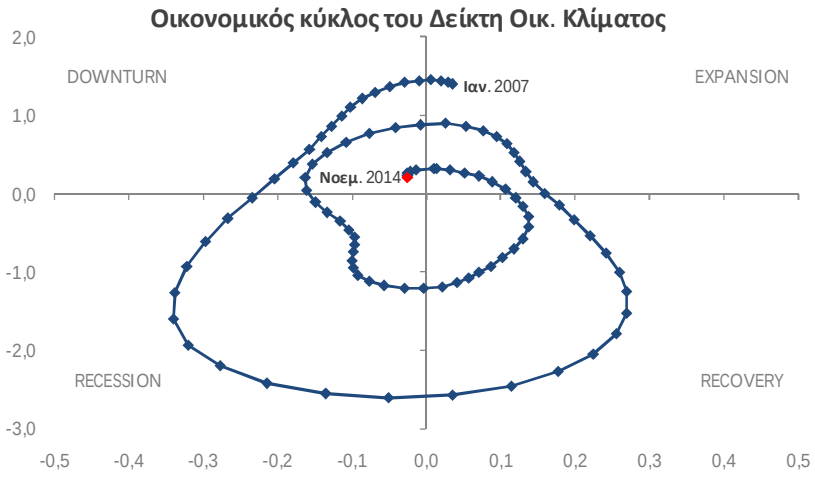
Οικονομικός Κύκλος ΕΖ: Αβεβαιότητα κατεύθυνσης

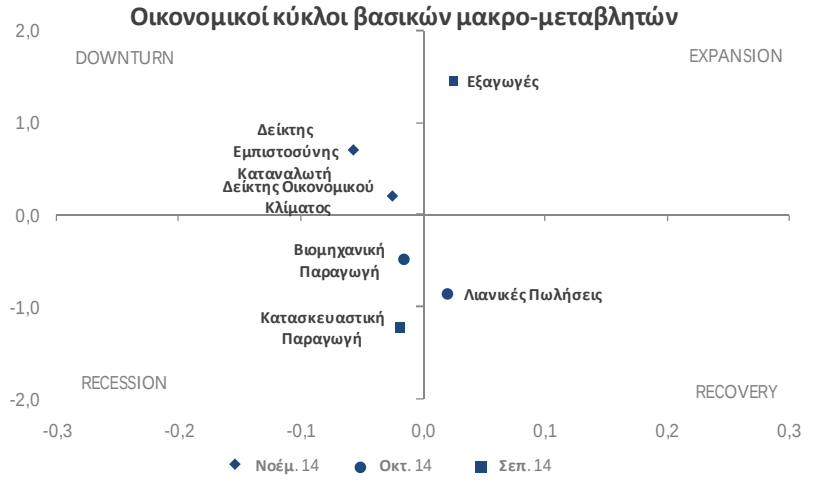
Ο Δείκτης του Οικονομικού Κλίματος υποχώρησε κατά τη διάρκεια του διμήνου Οκτωβρίου – Νοεμβρίου, διαμορφώθηκε οριακά υψηλότερα των 100,0 μονάδων, που αποτελεί τη μακροχρόνια μέση τιμή.

Η ποσοτική επεξεργασία του συγκεκριμένου πρόδρομου δείκτη υποδηλώνει ότι **η οικονομία της Ευρωζώνης βρίσκεται στη φάση της επιβράδυνσης για 5ο διαδοχικό μήνα**.

Αν και δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο της εισόδου στη φάση της ύφεσης, **το βασικό μας σενάριο συνηγορεί σε μια οριακή επιτάχυνση** καθώς η δυναμική της διεθνούς ζήτησης (ΗΠΑ), η χαμηλή τιμή του πετρελαίου αλλά και οι χαλαρές νομισματικές συνθήκες θα είχαν την δυναμική να συντηρήσουν μια έστω και ασθενική ανάκαμψη.

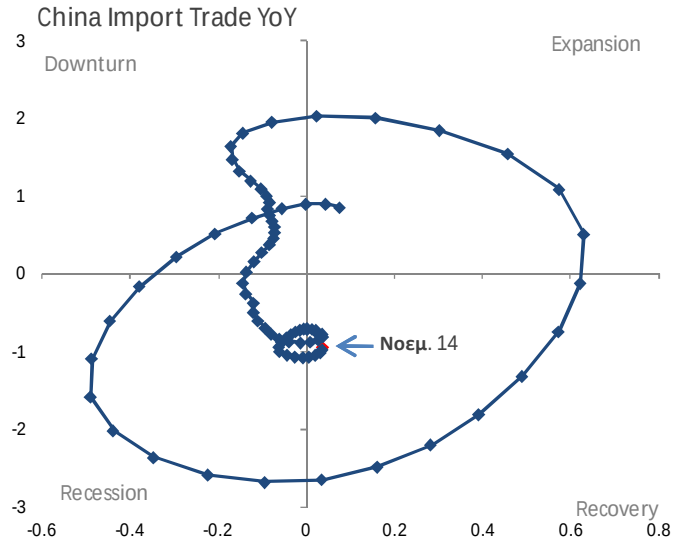
Οι πρόδρομοι δείκτες βρίσκονται στη φάση της επιβράδυνσης. Αντίθετα, οι μεταβλητές που αντανακλούν την πραγματική οικονομική δραστηριότητα βρίσκονται πλησίον του κατακόρυφου άξονα που διαχωρίζει τις φάσεις της ύφεσης και της ανάκαμψης.



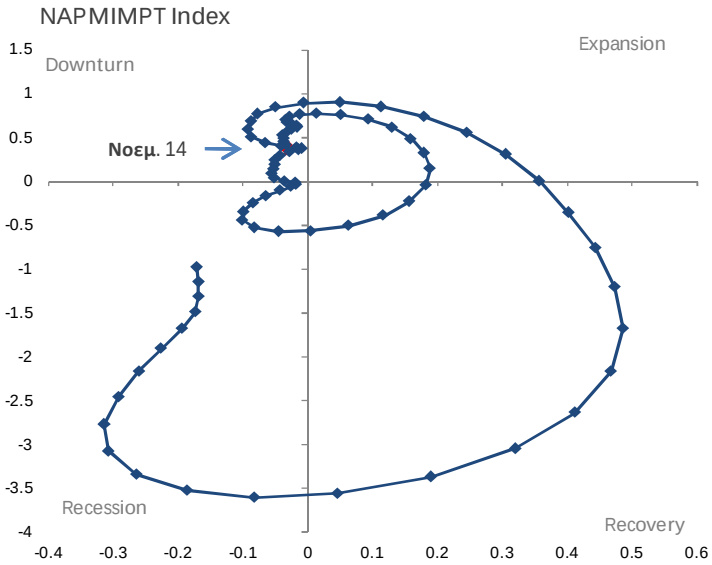


Πιθανή Θετική Δυναμική Εμπορικών Εταιρών ΕΖ

Θετική επίδραση στον Δείκτη του Οικονομικού Κλίματος της Ευρωζώνης ασκεί η πορεία των εισαγωγών στην Κίνα οι οποίες εδώ και τέσσερεις μήνες εξέρχονται της ύφεσης και έχουν εισέρθει στην περιοχή της ανάκαμψης. Με βάση τα ιστορικά στοιχεία υπολογίζουμε ότι εάν συνεχιστεί η ανάκαμψη αύτη στο α' μισό του 2015 και το δεύτερο μισό οι κινεζικές εισαγωγές εισέρθουν στην φάση της ανάπτυξης,, τότε εκτιμάτε μια επιτάχυνση του ευρωπαϊκού προδρόμου δείκτη στο 106 από το 100.8.



Η εικόνα της δυναμικής των εισαγωγών των ΗΠΑ είναι λιγότερο ευνοϊκή καθώς ο αντίστοιχος δείκτης NAPM εξέρχεται από την ανάπτυξη και έχει εισέρθει στην επιβράδυνση. Εκτιμούμε ότι η ανάκαμψη στις ΗΠΑ δημιουργεί τριπλάσια πιθανότητα (75%-25%) αναθέρμανσης των εισαγωγών από αυτή της ύφεσης στον τομέα αυτόν συνηγορώντας σε μια ένδειξη στο 102 για τον πρόδρομο ευρωπαϊκό δείκτη.

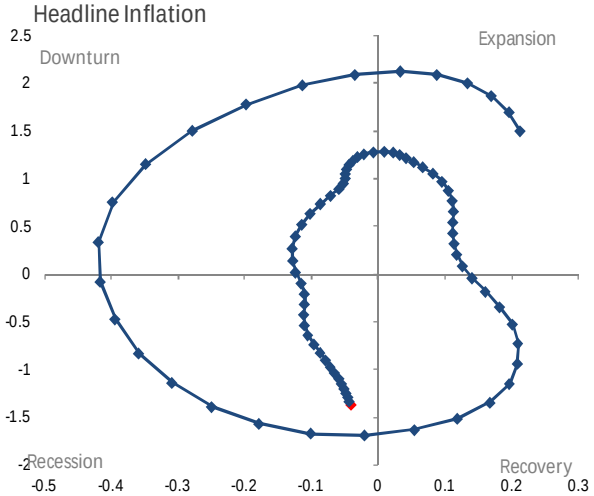


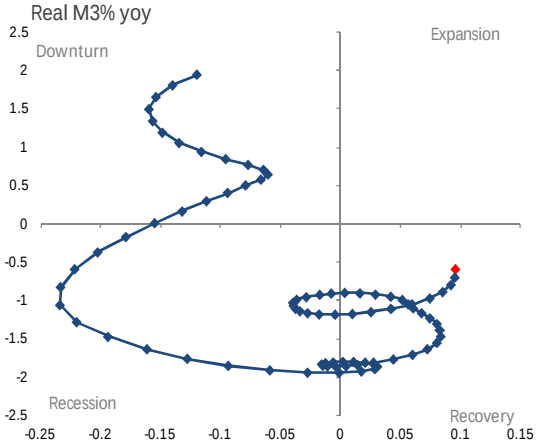
Κύκλοι Ρευστότητας Ευρωζώνης: Σε αναμονή της ΕΚΤ

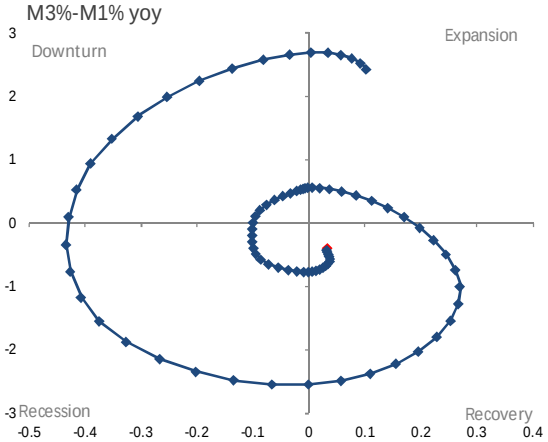
Η Ευρωζώνη παραμένει σε μια φάση όπου ο πληθωρισμός παραμένει σε ύφεση (πτωτικός κάτω από τον μέσο όρο), ενώ το ευρύτερο αποπληθωρισμένο νομισματικό μέγεθος M3 αρχίζει να ανακάμπτει καθώς η προσφορά χρήματος M3 αναπτύσσεσαι γρηγορότερα των τιμών. Οριακά σημάδια ανάκαμψης παρατηρούμε στην σχέση με την προσφορά χρήματος M3 έναντι της M1 η οποία θα μπορούσε να προϊδεάζει μια οριακή διάχυση της πιστωτικής επέκτασης στην Ευρωζώνη.

Η ανάκαμψη των σχετικών μεγεθών της M3 - ΔΤΚ και M3 - M1 και μια πιθανή είσοδος στην φάση της ανάπτυξης είναι θετικές εξελίξεις και ίσως θα μπορούσαν να προϊδεάζουν και μια έστω και οριακή ανάκαμψη του πληθωρισμού.

Πολιτικές ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ θα οδηγούσαν σε μια ανάκαμψη της πραγματικής M3 ενώ στα αρχικά στάδια θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε μια πιο γρήγορη αύξηση της M1 και μια ανάκαμψη του πληθωρισμού. Στο κομμάτι των αγορών θα αναλύσουμε τις επιπτώσεις των μεταβολών αυτών.







Οικονομικός Κύκλος ΕΖ: Κατώτερα των προσδοκιών οικονομικά στοιχεία

Ο δείκτης οικονομικής δραστηριότητας διαμορφώνεται στον μακροχρόνιο μέσο όρο .

Εφόσον, ο μακροχρόνιος μέσος όρος του δείκτη αντιστοιχεί σε ρυθμού μεγέθυνσης 1,1% του πραγματικού ΑΕΠ , το επίπεδο του δείκτη σηματοδοτεί την επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης (από το 0,8% που διαμορφώθηκε το γ' τρίμηνο) προσεγγίζοντας το 1,1%.

Ο δείκτης οικονομικών εκπλήξεων Citi, παραμένει σε αρνητικό έδαφος από τον Απρίλιο. Επιπλέον, η διάρκεια της αρνητικής έκπληξης σε σύγκριση με τις αντίστοιχες προηγούμενες περιόδους είναι (ήδη έως τώρα) μεγαλύτερη.

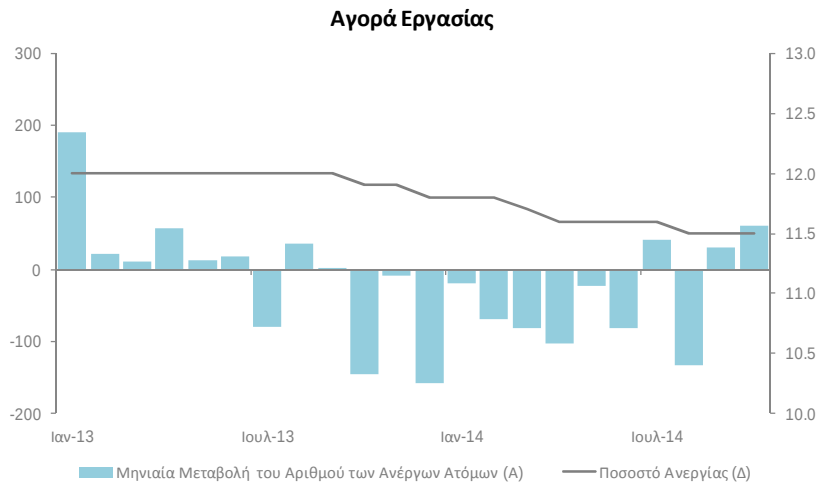
ΕΖ Τρέχουσα Συγκυρία: Ο πληθωρισμός υποχωρεί, υψηλό ποσοστό ανεργίας

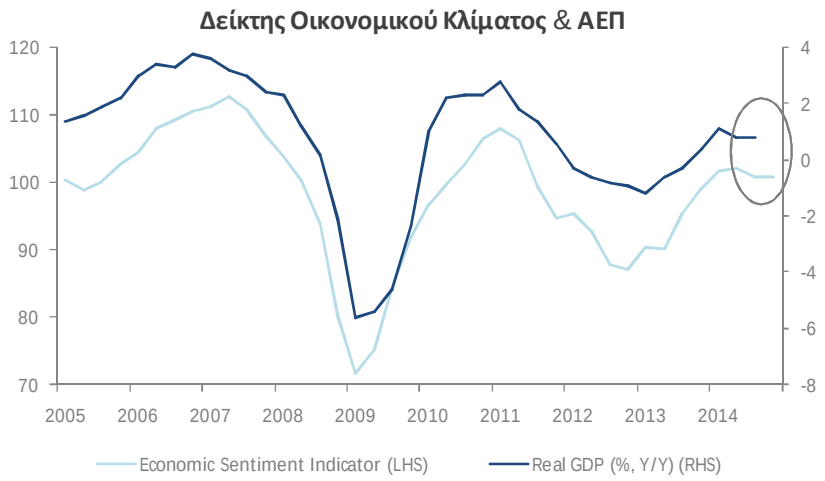
Με 0,2% (τριμηνιαίος ρυθμός) μεγεθύνθηκε η οικονομία κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου, έναντι του οριακού 0,1% του β' τριμήνου. Για το δ' τρίμηνο εκτιμάμε επίσης 0,2%. Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάμε ότι θα διαμορφωθεί στο 0,8% για το 2014 και στο 1,2% για το 2015.

Οριακή μείωση του πληθωρισμού σημειώθηκε το Νοέμβριο στο 0,3%, **έναντι** 0,4% **τον Οκτώβριο, λόγω κυρίως της εντονότερης μείωσης των τιμών της ενέργειας**. Παράλληλα, σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα παρέμεινε και ο δομικός πληθωρισμός στο 0,7%. **Η ΕΚΤ εκτιμά ότι οι επιπτώσεις των μειωμένων τιμών πετρελαίου, άμεσες και έμμεσες, στον πληθωρισμό θα είναι** 0,4 **μον. το** 2015 **και** 0,1 **μον. το** 2016.

Σταθερό παρέμεινε τον Οκτώβριο για τρίτο διαδοχικό μήνα στο 11,5% το ποσοστό ανεργίας (σε εποχικά προσαρμοσμένη βάση). Σημειώνεται ότι τον Οκτώβριο του 2013 ήταν 11,9%. Ο αριθμός των ανέργων εκτιμάται στα 18,4 εκατ. άτομα, αυξημένος κατά 60 χιλ. άτομα σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, αλλά μειωμένος κατά 547 χιλ. άτομα σε σχέση με τον Οκτώβριο του 2013.

Σχεδόν αμετάβλητο παρέμεινε το Νοέμβριο το οικονομικό κλίμα στην Ευρωζώνη. Ειδικότερα, ο πρόδρομος δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής διαμορφώθηκε στο 100,8, όσο περίπου ήταν τον Οκτώβριο (100,7) αλλά και η μέση τιμή του γ΄ τριμήνου (100,9), υποδηλώνοντας τη συνέχιση της ανάπτυξης με πολύ βραδύ ρυθμό.





PIRAEUS BANK

Περιεχόμενα

- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΗΠΑ
- Νομισματική Πολιτική ΗΠΑ
- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΕΖ
- Νομισματική Πολιτική ΕΖ
- Αγορές
- Δείκτες Μεταβλητότητας - Κινδύνου
- Παράρτημα

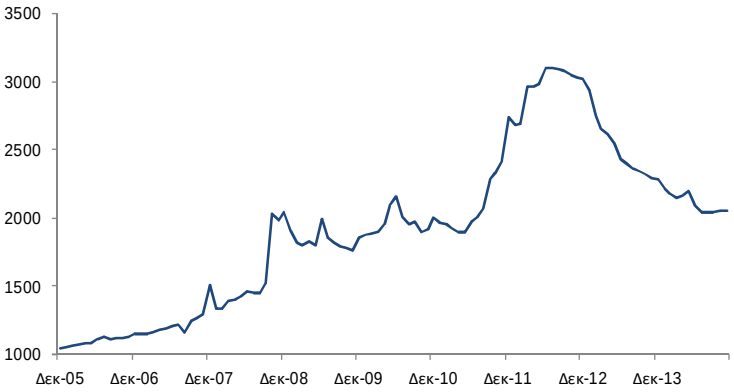
ΕΚΤ: Επιθυμητή, αλλά όχι υποχρεωτική η ομοφωνία

Το Δ.Σ. της ΕΚΤ αποφάσισε ομόφωνα να επανεξετάσει την καταλληλότητα της ακολουθούμενης νομισματικής πολιτικής «νωρίς το επόμενο έτος» ("early next year"), ώστε να ληφθούν πρόσθετα μέτρα εάν κάτι τέτοιο κριθεί απαραίτητο για την επίτευξη της καταστατικής υποχρέωσης (mandate) της ΕΚΤ. **Ο πρόεδρος της ΕΚΤ Ντράγκι διευκρίνισε ότι δεν είναι υποχρεωτική η διασφάλιση ομοφωνίας για τη λήψη αποφάσεων, προετοιμάζοντας το έδαφος για την λήψη μέτρων περαιτέρω χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής στις προσεχείς συνεδριάσεις, παρά την ενδεχόμενη αντίθετη άποψη κάποιων εκ των συμμετεχόντων**. Όπως ανέφερε ο κ. Ντράγκι δεν ήταν ομόφωνη η αλλαγή της διατύπωσης σχετικά με την αύξηση του ενεργητικού της ΕΚΤ στο επίπεδο που ήταν στα τέλη Μαρτίου του 2012. Δεν είναι πλέον απλώς «πρόβλεψη (expectation)» αλλά «πρόθεση (intension)» αν και δεν αποτελεί ακόμη, όπως διευκρίνισε ο κ. Ντράγκι, «στόχο (target)».

Σε σύγκριση με το τρέχον μέγεθος του ενεργητικού της ΕΚΤ, πρόκειται για αύξηση της τάξης των €950 δισ. Συνυπολογίζοντας το χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας και την υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου, εκτιμάμε ότι **στη συνεδρίαση του Δ.Σ. της ΕΚΤ στις** 5/3/15 **ή πιθανότερα στις** 15/4/15 **θα αποφασιστεί η διεύρυνση των μέτρων χαλάρωσης, με πιθανότερη την αγορά εταιρικών ομολόγων, δίχως να αποκλείεται και το ενδεχόμενο αγοράς κρατικών ομολόγων**.

Η επικαιροποίηση των μακροοικονομικών προβλέψεων της ΕΚΤ επέφερε για το 2015 σημαντική πτωτική αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης και του πληθωρισμού. Επισημαίνεται ότι η πρόβλεψη για τον πληθωρισμό τείνει να τον εκτιμά σε υψηλότερο επίπεδο καθώς στα στοιχεία στα οποία βασίστηκε δεν ήταν δυνατό να περιληφθούν τα πλέον πρόσφατα σχετικά με την εξέλιξη της τιμής του πετρελαίου. Οι προσδοκίες της αγοράς διαβλέπουν ότι το παρεμβατικό επιτόκιο θα διατηρηθεί υπό του 0,25% έως το τέλος του 2016.

ΕΚΤ: **Σύνολο Ενεργητικού** (€, **δισ**)



ΕΚΤ: Χρήση μη συμβατικών μέτρων (στις 5/12/14)

Νομισματικό εργαλείο	Ποσό (σε εκατ. €)
1ο πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών	29,317
Πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων (SMP)	143,878
2ο πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών	12,797
3ο πρόγραμμα καλυμμένων ομολογιών	20,927
Πρόγραμμα αγοράς ABS	601

Προβλέψεις Ευρωσυστήματος για βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της Ευρωζώνης

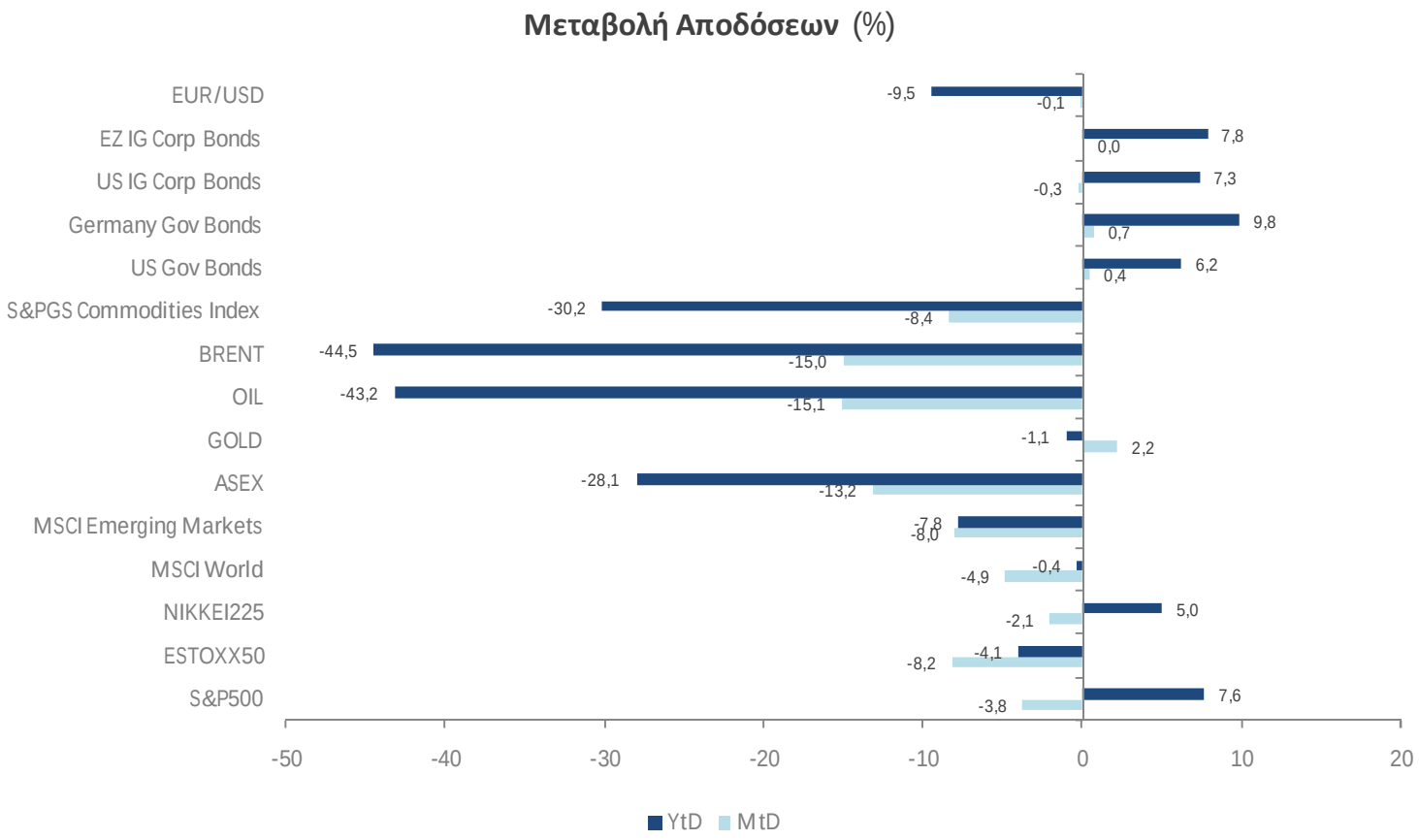
	Πραγματικό ΑΕΠ (ετήσια ποσοστιαία μεταβολή)				Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ, %)				Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (ως % του ΑΕΠ)				Ανεργία (%)			
	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
Δεκ. 14	-0,4	0,8	1,0	1,5	1,4	0,5	0,7	1,3	2,0	2,1	2,2	2,4	11,9	11,6	11,2	10,9
Σεπτ. 14	-0,4	0,9	1,6	1,9	1,4	0,6	1,1	1,4	2,4	2,3	2,3	2,4	11,9	11,6	11,2	10,8

Πηγή: ECB: September 2014 & December 2014 "Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area".

Περιεχόμενα

- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΗΠΑ
- Νομισματική Πολιτική ΗΠΑ
- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΕΖ
- Νομισματική Πολιτική ΕΖ
- Αγορές
- Δείκτες Μεταβλητότητας - Κινδύνου
- Παράρτημα

Επενδυτικές Αποδόσεις



Πορεία Αγορών στις ΗΠΑ

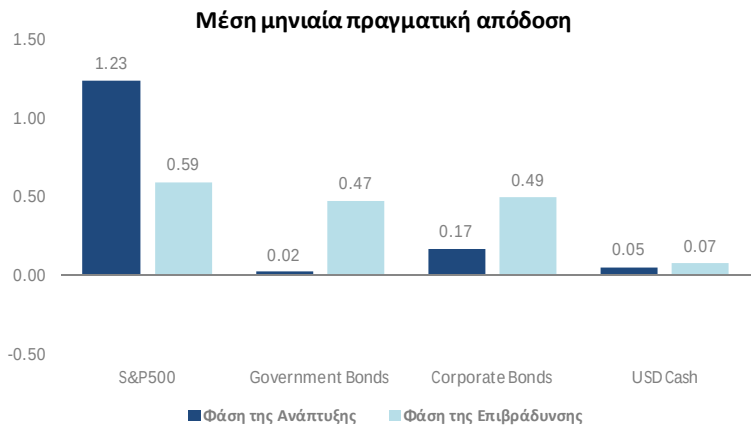
- Σημαντική αρνητική ονομαστική απόδοση (-3,8%) σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Δεκεμβρίου (έως τις 15/12) στις μετοχές (δείκτης S&P500), ενώ στα ομόλογα καταγράφηκε μικρή μεταβολή (0,4% στα κρατικά και -0,3% στα εταιρικά). Η σωρευτική πραγματική απόδοση των μετοχών (6,9%) που καταγράφηκε κατά τη διάρκεια του πρώτου τετραμήνου (Αυγούστου - Νοεμβρίου) που η αμερικανική οικονομία βρέθηκε στη φάση της ανάπτυξης ήταν υψηλότερη, έναντι του αντίστοιχου μέσου όρου (5,3%) από το 1994 και ύστερα. Επίσης, η σωρευτική πραγματική απόδοση στα κρατικά (2,5%) και τα εταιρικά ομόλογα (1,7%) ήταν καλύτερη, έναντι του αντίστοιχου μέσου όρου (-0,5% και 0,1%, αντίστοιχα) από το 1994 και ύστερα.

- Η φάση της ανάπτυξης, των επιτοκίων, του πληθωρισμού και της ρευστότητας συνολικά στην οποία βρίσκεται η αμερικανική οικονομία, **αποτελεί ένα περιβάλλον το οποίο παραμένει ευνοϊκό για τις μετοχικές αγορές**. Παράλληλα και οι αποτιμήσεις δεν είναι ιδιαίτερα ακριβές ιδίως εάν συνυπολογίσουμε τον οικονομικό κύκλο. Θετική παραμένει και η δυναμική του επενδυτικού κλίματος. Παράγοντας ο όποιος αναμένεται να ασκήσει αρνητική επίδραση είναι μια απομόχλευση των αγορών καθώς σταματά η επέκταση του χαρτοφυλακίου της FED. **Μια ισομερής στάθμιση παραγόντων ανάπτυξης/ ρευστότητας θα ήταν συνεπής με μια άνοδο του** S&P500 **της τάξης του** 10%.

- **Τα κρατικά ομόλογα συνεχίζουν να παρουσιάζουν αποδόσεις οι οποίες δεν δικαιολογούνται από τον οικονομικό κύκλο** κυρίως λόγω της διστακτικότητας της FED, της μη διάχυσης της ρευστότητας που η κεντρική τράπεζα προσφέρει, στην ευρύτερη οικονομία (π.χ υστέρηση προσφοράς χρήματος M2 έναντι M1) αλλά και την οικονομική αβεβαιότητα στον υπόλοιπο κόσμο. Ενδείξεις διάχυσης της ρευστότητας αυτής, διατήρησης της οικονομικής δυναμικής αλλά και μια επιτάχυνση του πληθωρισμού θα οδηγούσαν σε σημαντικές ανοδικές πιέσεις στις αποδόσεις. Από την άλλη μεριά όμως **το ανοδικό αυτό περιθώριο παραμένει «αυτοδιορθούμενο»** καθώς όποια τάση για σημαντική άνοδο του κόστους δανεισμού, θα οδηγούσε σε απότομη απομόχλευση σε αγορές και οικονομία με αποτέλεσμα την αύξηση της ζήτησης για ομόλογα. Συνολικά **αναμένουμε άνοδο τον δεκάτων αποδόσεων της τάξης των** 25-30 **μονάδων βάσης**.

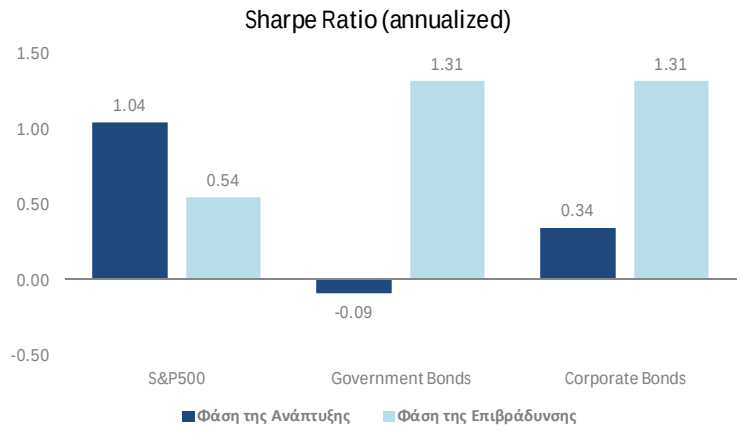
- **Οι παράγοντες που αναλύουμε είναι συμβατοί με μια υπεραπόδοση** 1.5% **των εταιρικών ομολόγων έναντι των κρατικών**.

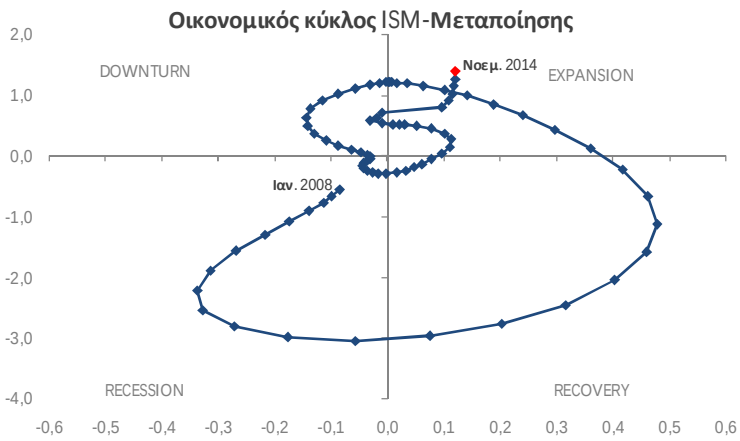
Οικ. Κύκλος & Αποδόσεις Επενδύσεων στις ΗΠΑ



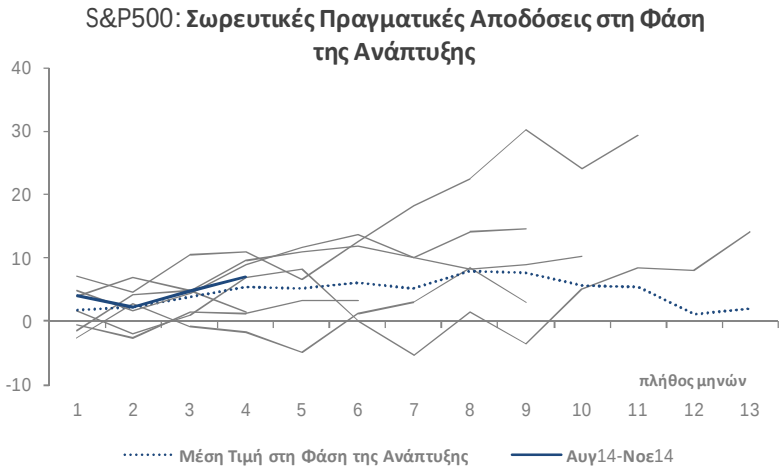
Η φάση της ανάπτυξης στην οποία βρίσκεται η αμερικανική οικονομία είναι ευνοϊκή για τις μετοχές (μέση μηνιαία πραγματική απόδοση: 1,23%), ενώ δεν ενδείκνυται για τα ομόλογα. Παράλληλα είναι συνεπείς με μια υπέρ-απόδοση των εταιρικών ομολόγων.

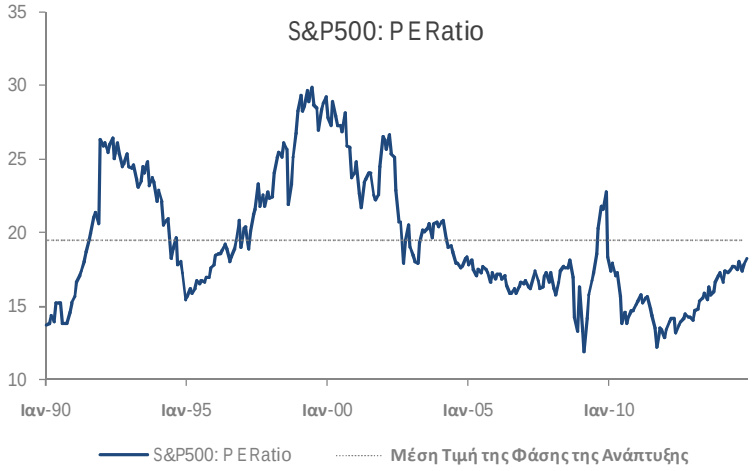
Στην ενδεχόμενη μετάβαση κατά τη διάρκεια του 2015 της αμερικανικής οικονομίας στη φάση της επιβράδυνσης, τότε παραμένει ευνοϊκή για τις μετοχές, αλλά σε αισθητά μικρότερο βαθμό (0,59%), ενώ καθίσταται ευνοϊκή και για τα ομόλογα (0,47%).





ΗΠΑ: Μετοχές

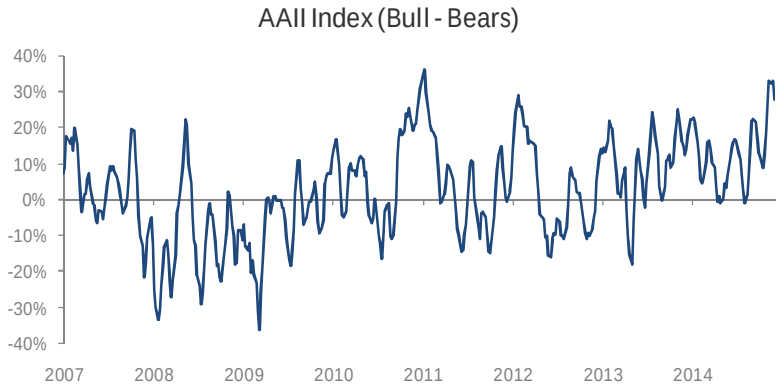




Σωρευτική πραγματική απόδοση 6,9% σημειώθηκε στις αμερικανικές μετοχές κατά τη διάρκεια του τετραμήνου Αυγούστου – Νοεμβρίου, υπερβαίνοντας την αντίστοιχη μέση τιμή (5,3%) για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Ο δείκτης P/E διαμορφώνεται στο 18,3, χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (19,5) για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. **Παράλληλα η φάση της ανάπτυξης είναι συνεπής με ετήσια κερδοφορία της τάξης του** 20% **το οποίο αποτελεί σημαντική επιτάχυνση από το παρόν** 7,3%

Το επενδυτικό κλίμα παραμένει θετικό (AAII Index) αλλά και η δυναμική του δείκτη αυτού (παραμένει ανοδικός πάνω από τον μέσο όρο) συνεχίζει να συνηγορεί, σύμφωνα με τους υπολογισμούς μας, σε ανοδικές μετοχικές αγορές.



Σημείωση: Παρουσιάζεται η διαφορά μεταξύ του ποσοστού των αισιόδοξων ιδιωτών επενδυτών (bullish) για τους επόμενους 6 μήνες έναντι των απαισιόδοξων (bearish) στην αμερικανική αγορά μετοχών. Έχει χρησιμοποιηθεί κινητός μέσος όρος τεσσάρων εβδομάδων.
Πηγή: AAII, Sentiment Survey

PIRAEUS BANK

Παράγοντες Ανάπτυξης & Ρευστότητας: S&P500

Παράγοντας	Αποδόσεις*	Παρούσα /Μελλοντική Πιθανή Φάση
ISM	16%	Ανάπτυξη (17%)/ επιβράδυνση(10%)
Core Inflation	7%	Ανάκαμψη (9%)/Ανάπτυξη(3%)
Real M2%	5%	Επιβράδυνση(9%) /Ύφεση(1%)
M2%-M1%	12%	Ύφεση (12,0%)/ Ανάκαμψη(12,4%)
Margin Debt	-11%	Επιβράδυνση(-9,9%)/ Ύφεση (-11,3%)
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	10%	

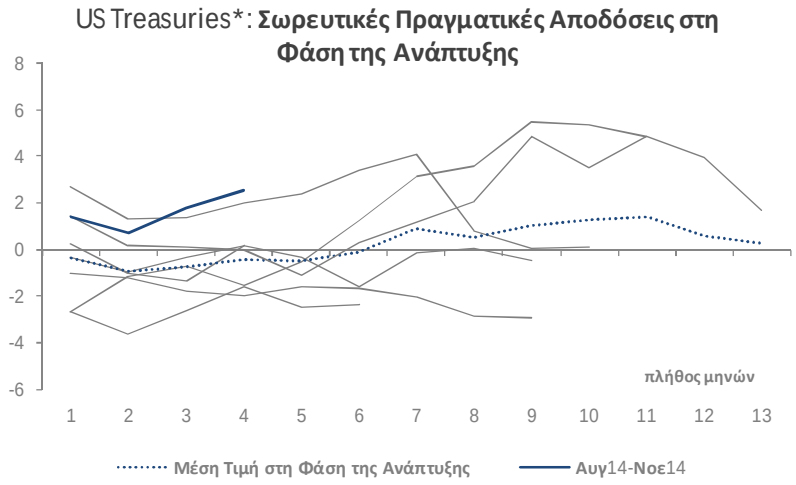
Παραθέτουμε τις ετησιοποιημένες μηνιαίες ονομαστικές αποδόσεις του S&P500 κατά τις φάσεις στις οποία βρίσκονται αλλά και αναμένεται να βρεθούν βασικές μεταβλητές (πραγματικής ανάπτυξης & ρευστότητας) που αναλύσαμε. Παρατηρούμε ότι η αναμενόμενη πορεία της πραγματικής ανάπτυξης (ISM) αλλά και της σχετικής πιστωτικής επέκτασης M2/M1 είναι συνεπείς με διψήφιες αποδόσεις. Είναι ενδιαφέρον ότι και στο σενάριο της επιβράδυνσης ο S&P500 έχει θετικές αποδόσεις, ενώ το ενδεχόμενο της ύφεσης στο οποίο θα είχε αρνητικές αποδόσεις (-6%), δεν θεωρείται πιθανό. Ανησυχητική θα ήταν μια επιτάχυνση του πληθωρισμού ή μια ύφεση της πραγματικής προσφοράς χρήματος (M2) που θα ήταν συνεπής με οριακά μόνο θετικές αποδόσεις (3% και 1% αντιστοίχως). Αρνητικός παράγοντας ο οποίος έχει αρχίσει να επιδρά είναι αυτός της επιβράδυνσης/μείωσης της μόχλευσης.

Μια στάθμιση κατά 50% **του πρόδρομου δείκτη** ISM **και μια ίση στάθμιση των υπολοίπων θα ήταν συνεπής με μια άνοδο του δείκτη, οριακά πάνω από το «κανονικό»**, **κατά** 10% **μέσα στο** 2015**.**

Σημειώνουμε ότι για την περίοδο 31/12/1993-30/10/2014 την οποία εξετάζουμε η μέση (μηνιαία ετησιοποιημένη) απόδοση (χωρίς μερίσματα) του S&P500, ήταν 8,2%

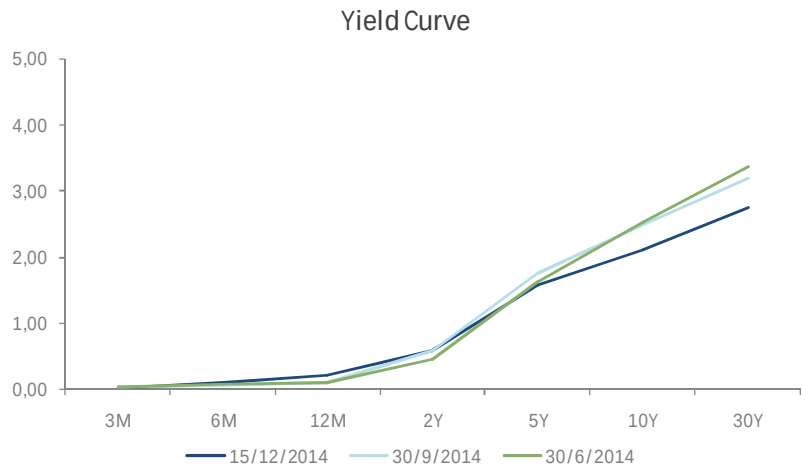
* ετησιοποιημένες μηνιαίες ονομαστικές αποδόσεις βασισμένες στους κύκλους της περιόδου 12/1993-10/2014

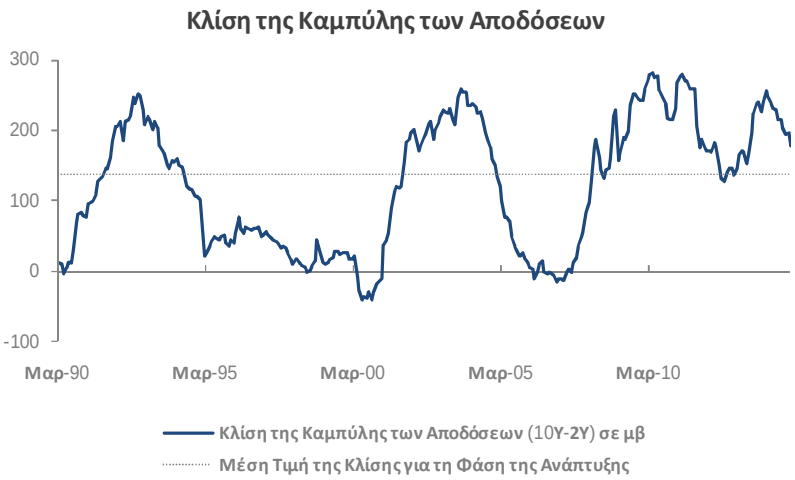
ΗΠΑ: Κρατικά Ομόλογα



Σωρευτική πραγματική απόδοση 2,5% σημειώθηκε στα αμερικανικά κρατικά ομόλογα κατά τη διάρκεια του τετραμήνου Αυγούστου – Νοεμβρίου, υπερβαίνοντας αισθητά την αντίστοιχη μέση τιμή (-0,5%) για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων βρίσκεται σε πτωτική πορεία, αλλά εξακολουθεί να βρίσκεται υψηλότερα έναντι της μέσης τιμής της κλίσης για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.





*Σύμφωνα με τον Bank Of America Merrill Lynch Treasury Master (USD) - Total Return Index

ΗΠΑ: Πρόβλεψη σε ορίζοντα εξαμήνου για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα

Χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα στοιχεία του Νοεμβρίου του 2014 για την κλίση της καμπύλης των αποδόσεων, την πραγματική πενταετή απόδοση, τη φάση του οικονομικού κύκλου και το δείκτη της τεκμαρτής μεταβλητότητας VIX του αμερικανικού χρηματιστηρίου εκτιμάμε ότι **η υπερβάλλουσα απόδοση (σε σύγκριση με την απόδοση που προκύπτει από την επένδυση σε** USD **ρευστά διαθέσιμα) σε ορίζοντα 6 μηνών (το Μάιο του** 2015) **θα είναι** -0,1% **από** 2,2% **που διαμορφώθηκε το Νοέμβριο**.

Η μείωση της πρόβλεψης για την υπερβάλλουσα απόδοση (σε ορίζοντα εξαμήνου) οφείλεται στη φάση του οικονομικού κύκλου που βρίσκεται η αμερικανική οικονομία, η οποία σχετίζεται αρνητικά με τις τιμές των ομολόγων και θετικά με τις αποδόσεις τους (yields), οι προσδοκίες για τη σταδιακή μεταβολή στη νομισματική πολιτική της FED και η βελτίωση στην αγορά εργασίας.

Η αύξηση στα yields εκτιμάμε ότι θα είναι συγκρατημένη, διότι η σημαντική ενίσχυση του USD εκτιμάμε ότι θα δυσκολεύσει το δομικό (core) πληθωρισμό να υπερβεί το όριο του 2,0%. Σύμφωνα με την υπερβάλλουσα απόδοση για το Μάιο του 2015 που εκτιμήσαμε, **αντιστοιχεί στην αύξηση της απόδοσης του δεκαετούς ομολόγου κατά** 25 **μβ σε σύγκριση με εκείνη του Νοεμβρίου**.

*Σύμφωνα με τους Bank Of America Merrill Lynch Treasury Master (USD) - Total Return Index και JPM United States Cash 1 Month - Total Return Index

Παράγοντες Ανάπτυξης & Ρευστότητας: Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ

Παράγοντας	Αποδόσεις*	Παρούσα /Μελλοντική Πιθανή Φάση
ISM	2%	Ανάπτυξη (1,6%)/Επιβράδυνση(8,3%)
Core Inflation	5%	Ανάκαμψη (5%)/Ανάπτυξη(5,4%)
Real M2%	5%	Επιβράδυνση(4,3%)/ Ύφεση(5,6%)
M2%-M1%	3%	Ύφεση (6,4%)/ Ανάκαμψη(2,9%)
Margin Debt	7%	Επιβράδυνση(9,3%)/ Ύφεση (6,3%)
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	3,5%	

Η διατήρηση της πραγματικής ανάπτυξης αλλά και η επέκταση της διαφοράς M2/M1 αποτελούν τις βασικές αιτίες για αποδόσεις των κρατικών ομολόγων κάτω του κανονικού. Η πορεία της απομόχλευσης αποτελεί παράγοντα στήριξης όπως και η πιθανότητα οικονομικής επιβράδυνσης. Σημειώνουμε ότι τα ομόλογα των ΗΠΑ έχουν υψηλότερη απόδοση στην επιβράδυνση σε σχέση με την ύφεση (8,3% έναντι 7,3%) πιθανών λόγω της προεξοφλητικής δεινότητας των αγορών.

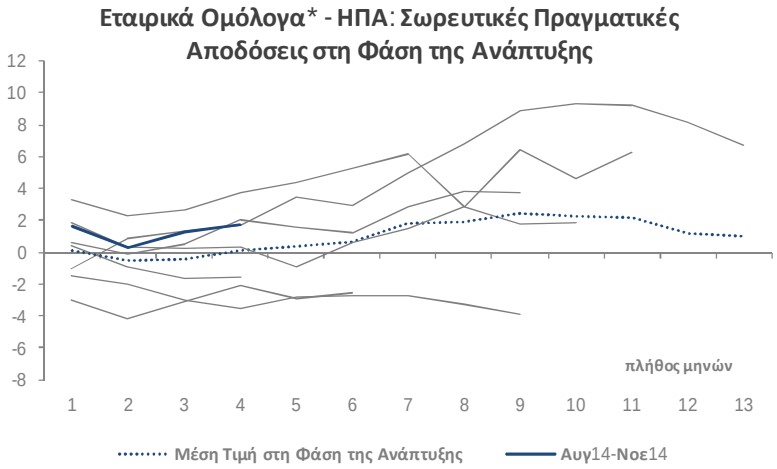
Μια στάθμιση κατά 50% **του πρόδρομου δείκτη** ISM **και μια ίση στάθμιση των υπολοίπων θα ήταν συνεπής με μια απόδοση του δείκτη κάτω από το «κανονικό» κατά** 3,5% (1,1% **πάνω από τα μετρητά) μέσα στο** 2015.

Σημειώνουμε ότι για την περίοδο 31/12/1993-30/10/2014 την οποία εξετάζουμε η μέση (μηνιαία ετησιοποιημένη) απόδοση τον Bank Of America Merrill Lynch Treasury Master (USD) - Total Return Index ήταν 5,5%. Σημειώνουμε ότι για την ίδια περίοδο η υπερβάλλουσα (σε σχέση με τα μετρητά) απόδοση ήταν 2,3%.

Η απόδοση αυτή είναι συνεπείς με μια άνοδο της τάξης των 24 μβ στις δεκαετείς αποδόσεις. (η ευαισθησία του δείκτη στις μεταβολές της δεκαετίας είναι -4,7% ενώ ο σταθερός όρος 4,6%).

* ετησιοποιημένες μηνιαίες ονομαστικές αποδόσεις βασισμένες στους κύκλους της περιόδου 12/1993-10/2014

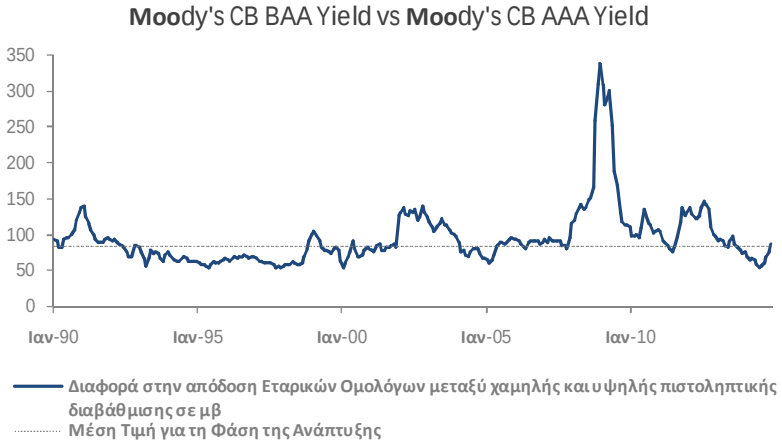
ΗΠΑ: Εταιρικά Ομόλογα



Σωρευτική πραγματική απόδοση 1,7% σημειώθηκε στα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα κατά τη διάρκεια του τετραμήνου Αυγούστου – Νοεμβρίου, υπερβαίνοντας αισθητά την αντίστοιχη μέση τιμή (0,1%) για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Το spread στην απόδοση μεταξύ των εταιρικών ομολόγων και του κρατικού ομολόγου υπερβαίνει την αντίστοιχη μέση τιμή για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Επιπλέον, το spread στην απόδοση των εταιρικών ομολόγων μεταξύ χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης σχεδόν συμπίπτει με την αντίστοιχη μέση τιμή για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.



*Σύμφωνα με τον Bank Of America Merrill Lynch United States Corporate Master (USD) - Total Return Index

Παράγοντες Ανάπτυξης & Ρευστότητας: Εταιρικά Ομόλογα ΗΠΑ

Παράγοντας	Αποδόσεις έναντι κρατικών*	Παρούσα /Μελλοντική Πιθανή Φάση
ISM	1,6%	Ανάπτυξη (1,7%)/επιβράδυνση(0,6%)
Core Inflation	0,2%	Ανάκαμψη (0%)/ Ανάπτυξη(0,9%)
Real M2%	0,9%	Επιβράδυνση(2,8%)/ Ύφεση(-1%)
M2%-M1%	3,4%	Ύφεση (5,9%)/ Ανάκαμψη(3,1%)
Margin Debt	-0,7%	Επιβράδυνση(-4,3%)/ Ύφεση (0,9%)
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	1,5%	

Σημειώνουμε ότι η προοπτική της ύφεσης στην πραγματική προσφορά χρήματος M2 αλλά και η απομόχλευση αφαιρούν από τις θετικές επιδράσεις της οικονομικής ανάπτυξης αλλά και την πορεία ανάκαμψης της διαφοράς M2/M1.

Μια στάθμιση κατά 50% **του πρόδρομου δείκτη** ISM **και μια ίση στάθμιση των υπολοίπων θα ήταν συνεπής με μια υπεραπόδοση των εταιρικών ομολόγων οριακά πάνω από το «κανονικό» κατά** 1,5% **μέσα στο** 2015.

Σημειώνουμε ότι για την περίοδο 31/12/1993-30/10/2014 την οποία εξετάζουμε η υπερβάλλουσα έναντι των κρατικών μέση (μηνιαία ετησιοποιημένη) απόδοση του Bank Of America Merrill Lynch United States Corporate Master (USD) - Total Return Index ήταν 0,97%

* ετησιοποιημένες μηνιαίες ονομαστικές αποδόσεις βασισμένες στους κύκλους της περιόδου 12/1993-10/2014

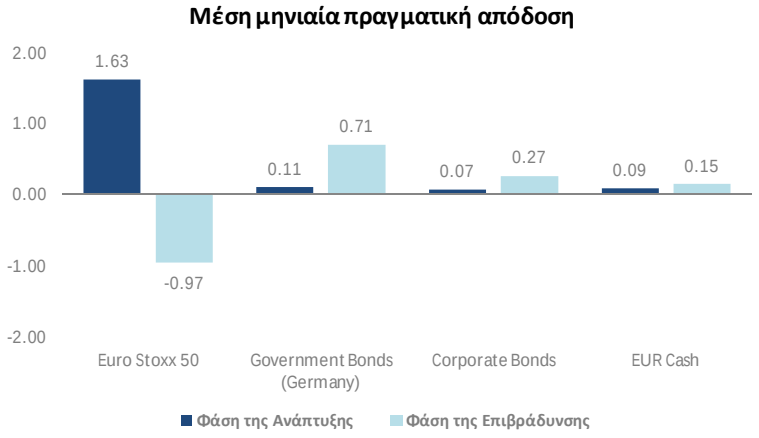
Πορεία Αγορών στην Ευρωζώνη

- Σημαντική αρνητική ονομαστική απόδοση (-8,2%) σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Δεκεμβρίου (έως τις 15/12) στις μετοχές (δείκτης EuroStoxx 50), ενώ συνεχίστηκε η ικανοποιητικά θετική απόδοση στα γερμανικά κρατικά ομόλογα (0,7%). Η σωρευτική πραγματική απόδοση των μετοχών (4,4%) που καταγράφηκε κατά τη διάρκεια του πρώτου τετραμήνου (Αυγούστου - Νοεμβρίου) που η οικονομία της ΕΖ βρέθηκε στη φάση της επιβράδυνσης ήταν υψηλότερη, έναντι του αντίστοιχου μέσου όρου (-6,6%) από το 1994 και ύστερα. Επίσης, η σωρευτική πραγματική απόδοση στα εταιρικά ομόλογα (2,4%) ήταν υψηλότερη, έναντι του αντίστοιχου μέσου όρου (1,8%) από το 1996 και ύστερα, ενώ στα γερμανικά κρατικά ομόλογα συνέπεσε με τον αντίστοιχο μέσο όρο (3,3%) από το 1994 και ύστερα.

- **Η οικονομική δυναμική στην Ευρωζώνη παραμένει αρνητική για τις μετοχικές αγορές** οι οποίες όμως παρουσιάζουν αποδόσεις υψηλότερες από αυτές που δικαιολογούνται από την φάση του οικονομικού κύκλου, πιθανόν τόσο λόγω της συν - διακύμανσης που προκαλεί η υπερβάλλουσα ρευστότητα της FED, αλλά και οι προσδοκίες για αντίστοιχες πολιτικές από την ΕΚΤ. Παράλληλα, οι ευρωπαϊκές μετοχές παραμένουν ιδιαίτερα ευάλωτες σε μια εντονότερη απομόχλευση στις ΗΠΑ. **Μια ισομερής στάθμιση παραγόντων ανάπτυξης/ ρευστότητας θα ήταν συνεπής με μια άνοδο του** Eurostoxx50 **της τάξης του** 6,5%.

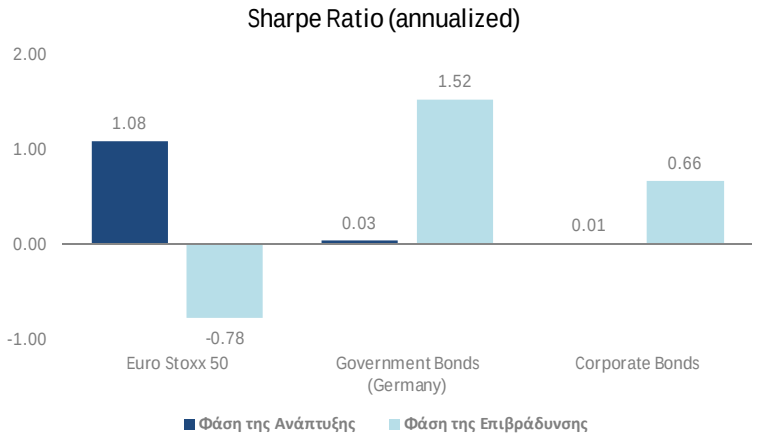
- **Οι αποδόσεις των γερμανικών κρατικών ομολόγων έχουν ήδη υποχωρήσει σημαντικά**, πέρα από το αναμενόμενο του παρόντος οικονομικού κύκλου καθώς είναι πιθανό οι αγορές να έχουν ήδη προεξοφλήσει τόσο μια πιο χαλαρή πολίτικη εκ μέρους της ΕΚΤ αλλά και μια σχεδόν μόνιμη πτώση του πληθωρισμού ή και είσοδο σε αποπληθωριστικό περιβάλλον. **Η συσσωρευμένη αυτή υπερτίμηση των ομολόγων είναι της τάξης των** 100 **μβ σε όρους πτώσης της γερμανικής δεκαετίας**. Από την άλλη πλευρά όμως, η συνέχιση των υπαρχόντων τάσεων σε βασικές μεταβλητές ανάπτυξης και ρευστότητας που παρακολουθούμε θα συνηγορούσαν σε μείωση των δεκαετών αποδόσεων κατά 30 μβ. Κάτω από την υπόθεση ότι η οικονομία της Ευρωζώνης δεν θα εισέρθει σε τρίτη ύφεση και ότι δεν θα παρατηρηθεί μια εδραίωση αποπληθωριστικών προσδοκιών **αναμένουμε μια άνοδο των δεκαετών γερμανικών αποδόσεων κατά** 30 **μβ**. Αξίζει να σημειωθεί ότι η διάφορα 10-ετων αποδόσεων ΗΠΑ - Γερμανίας βρίσκεται στις 150 μβ. Η οποία όχι μόνο αποτελεί υψηλό από το 1989 αλλά και δεν δικαιολογείται από τις παρούσες διαφορές μεταξύ προδρόμων δεικτών (ISM-IFO), πληθωρισμού, υποβαλλουσών αποδόσεων στο EURUSD και μετοχικής μεταβλητότητας (δίκαιη τιμή στις 80 μ. β, εκτίμηση 31/12/1991-31/10/2014).

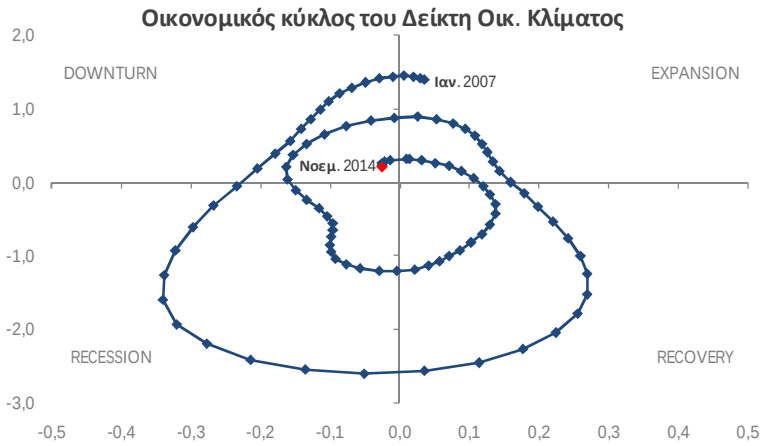
Οικ. Κύκλος & Αποδόσεις Επενδύσεων στην ΕΖ



Η φάση της επιβράδυνσης στην οποία βρίσκεται η οικονομία της ΕΖ είναι αρνητική για τις μετοχές, ενώ είναι ευνοϊκή για τα γερμανικά κρατικά ομόλογα (μέση μηνιαία πραγματική απόδοση: 0,71%)

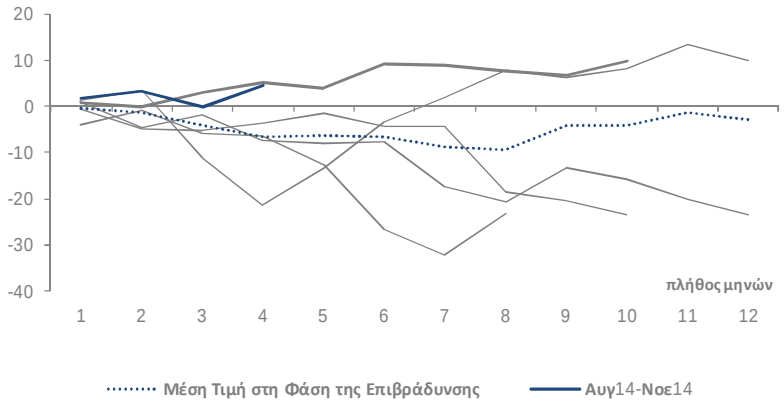
Στην ενδεχόμενη μετάβαση κατά τη διάρκεια του 2015 της οικονομίας της ΕΖ στη φάση της ανάπτυξης (λόγω της ακολουθούμενης πολιτικής της ΕΚΤ και των χαμηλών διεθνών τιμών του πετρελαίου), τότε είναι ευνοϊκή για τις μετοχές (1,63%), ενώ δεν ενδείκνυται για τα ομόλογα.



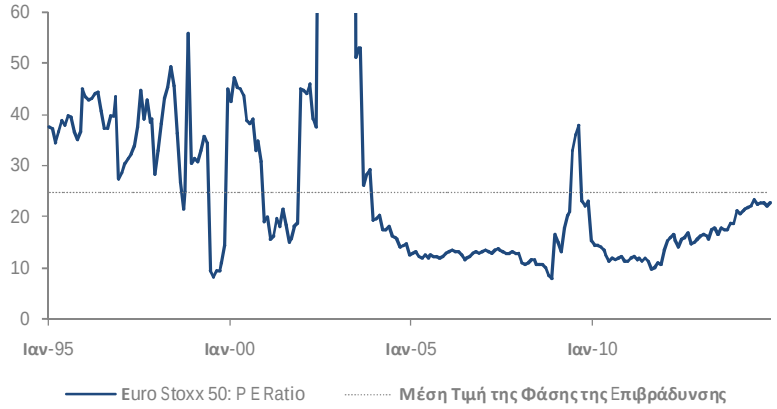


EZ: **Μετοχές**

Euro Stoxx 50: **Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Επιβράδυνσης**



Euro Stoxx 50: P E Ratio



Σωρευτική πραγματική απόδοση 4,4% σημειώθηκε στις μετοχές της EZ κατά τη διάρκεια του τετραμήνου Αυγούστου – Νοεμβρίου, υπερβαίνοντας αισθητά την αντίστοιχη μέση τιμή (-6,6%) για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. Είναι πιθανό οι ευρωπαϊκές μετοχές να έχουν ήδη προεξοφλήσει μέρος τουλάχιστον της θετικής επίδρασης όποιας πολιτικής πιστωτικής επέκτασης εκ μέρους της FED.

Ο δείκτης P/E διαμορφώνεται στο 22,9, χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (24,5) για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Εάν και δεν υπάρχουν αντίστοιχοι με τις ΗΠΑ δείκτες αισιοδοξίας των επενδυτών (AAII Index), έχουμε υπολογίσει ότι σε φάσεις ανάλογες με την παρούσα (βελτιούμενης αισιοδοξίας) οι ευρωπαϊκές μετοχές βγαίνουν ενισχυμένες σε βαθμό αντίστοιχο με αυτό των αμερικανικών.

Παράγοντες Ανάπτυξης & Ρευστότητας: Eurostoxx50

Παράγοντας	Αποδόσεις*	Παρούσα /Μελλοντική Πιθανή Φάση
EC Leading Indicator	3%	Επιβράδυνση(-11%) /Ανάπτυξη (19%)
Headline Inflation	26%	Ύφεση (26%) /Ανάκαμψη (16%)
Real M3%	12%	Ανάκαμψη (10%)/Ανάπτυξη(13%)
M3%-M1%	19%	Ανάκαμψη (13,4%)/ Ύφεση (23%)
Margin Debt (US)	-24%	Επιβράδυνση(-24%), Ύφεση (-25%)
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	6,5%	

Η σημαντική πιθανότητα παραμονής στο στάδιο της επιβράδυνσης για το μεγαλύτερο μέρος του 2015 , αλλά κυρίως η απομόχλευση στις ΗΠΑ αποτελούν αρνητικούς παράγοντες για τον δείκτη, ενώ στήριξη προσφέρει η προοπτική της οικονομικής ανάκαμψης, ο χαμηλός πληθωρισμός η πιθανότητα ύφεσης του λόγου M3/M1 και η ανάπτυξη του πραγματικού M3. Οι δυο τελευταίοι παράγοντες είναι συνδεμένοι με μια πιθανή πολίτικη ποσοτικής χαλάρωσης της Ευρωζώνης, καθώς αυτή θα οδηγούσε αρχικά σε μια γρηγορότερη ανάκαμψη της M1 σε σχέση με την M3, αλλά και μια επιτάχυνση της M3 σε σχέση με τις τιμές καταναλωτή.

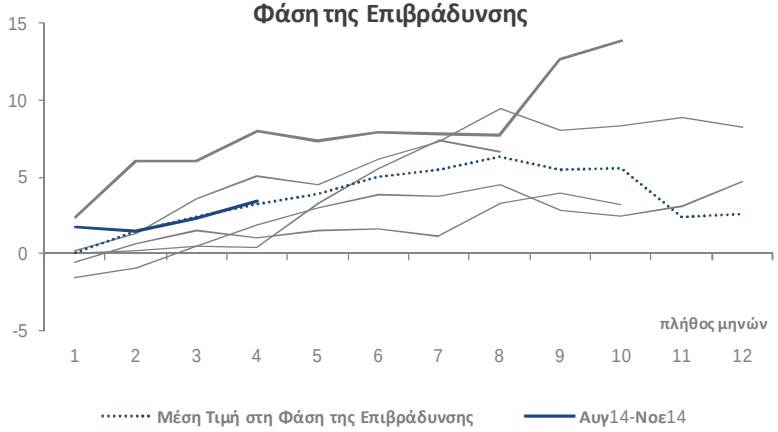
Μια στάθμιση κατά 50% **του πρόδρομου δείκτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και μια ίση στάθμιση των υπολοίπων θα ήταν συνεπής με μια απόδοση του** Eurostoxx50 **κατά** 6,5% **οριακά πάνω από το «κανονικό» μέσα στο** 2015.

Σημειώνουμε ότι για την περίοδο 31/12/1993-30/10/2014 την οποία εξετάζουμε η μέση (μηνιαία ετησιοποιημένη) απόδοση (χωρίς μερίσματα) του Eurostoxx50, ήταν 5,7%.

* ετησιοποιημένες μηνιαίες ονομαστικές αποδόσεις βασισμένες στους κύκλους της περιόδου 12/1993-10/2014

EZ: **Κρατικά Ομόλογα**

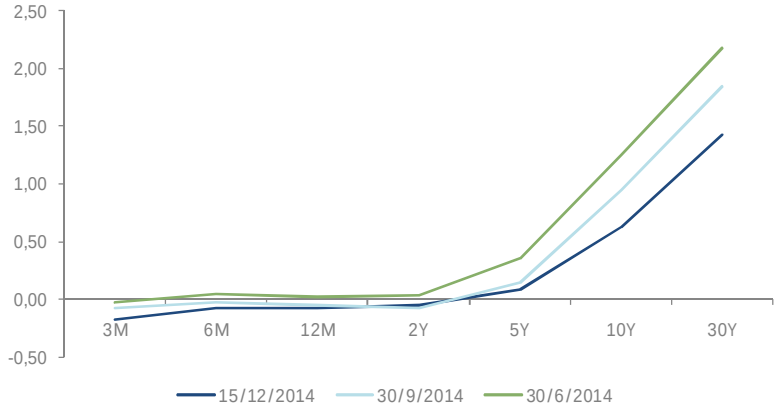
DE Bunds*: **Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Επιβράδυνσης**



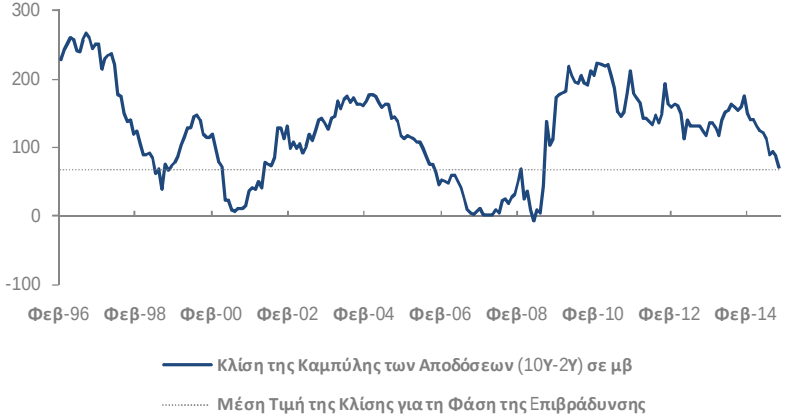
Σωρευτική πραγματική απόδοση 3,3% σημειώθηκε στα γερμανικά κρατικά ομόλογα κατά τη διάρκεια του τετραμήνου Αυγούστου – Νοεμβρίου, συμπίπτοντας με την αντίστοιχη μέση τιμή για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων βρίσκεται σε πτωτική πορεία, προσεγγίζοντας τη μέση τιμή της κλίσης για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Yield Curve



Κλίση της Καμπύλης των Αποδόσεων



*Σύμφωνα με τον Bank Of America Merrill Lynch German Federal Government All Maturities (Euro) - Total Return Index

EZ: Πρόβλεψη σε ορίζοντα εξαμήνου για τα γερμανικά κρατικά ομόλογα

Χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα στοιχεία του Νοεμβρίου του 2014 για την κλίση και την καμπυλότητα της καμπύλης των αποδόσεων, την πραγματική πενταετή απόδοση, τη φάση του οικονομικού κύκλου και το δείκτη της τεκμαρτής μεταβλητότητας VDAX του γερμανικού χρηματιστηρίου εκτιμάμε ότι **η υπερβάλλουσα απόδοση (σε σύγκριση με την απόδοση που προκύπτει από την επένδυση σε** EUR **ρευστά διαθέσιμα) σε ορίζοντα 6 μηνών (τον Μάιο του** 2015) **θα είναι** -2,2% **από** 4,4% **που διαμορφώθηκε το Νοέμβριο**. Το υπόδειγμά μας προέβλεπε για το Νοέμβριο (χρησιμοποιώντας τα στοιχεία του Μαΐου του 2014 για ορίζοντα 6 μηνών) απόδοση -3,3%. Η διαφορά οφείλεται κυρίως στις αποφάσεις της ΕΚΤ και δευτερευόντως στο σφάλμα που εμπεριέχει το υπόδειγμά μας.

Σύμφωνα με την υπερβάλλουσα απόδοση για το Μάιο του 2015 που εκτιμήσαμε, **αντιστοιχεί στην αύξηση της απόδοσης του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου κατά** 55 **μβ σε σύγκριση με εκείνη του Νοεμβρίου**. Ενώ σε ετήσια βάση μια επιστροφή κοντά σε μια αίσθηση δίκαιης τιμής θα αναλογούσε σε άνοδο μεγαλύτερη των 100 μ.β. Όμως, λόγω της ακολουθούμενης πολιτικής της ΕΚΤ, του υπερβολικά χαμηλού πληθωρισμού και των προσδοκιών που έχουν διαμορφωθεί, κάτι τέτοιο κρίνεται εξαιρετικά δύσκολο να πραγματοποιηθεί, αλλά έτσι δίνεται μια αίσθηση της προσαρμογής σε περίπτωση μιας θετικής έκπληξης στην ανάκαμψη η/και τον πληθωρισμό.

*Σύμφωνα με τους Bank Of America Merrill Lynch German Federal Government All Maturities (Euro) - Total Return Index και JPM Euro Cash 1 Month – Total Return Index

Παράγοντες Ανάπτυξης & Ρευστότητας: Γερμανικά Κρατικά Ομόλογα

Παράγοντας	Αποδόσεις*	Παρούσα /Μελλοντική Πιθανή Φάση
EC Leading Indicator	6,4%	Επιβράδυνση(8,6%) / Ανάπτυξη (3,8%)
Headline Inflation	6,6%	Ύφεση (6,6%) / Ανάκαμψη (5,6%)
Real M3%	4,2%	Ανάκαμψη (5,5%) / Ανάπτυξη (3,6%)
M3%-M1%	3,8%	Ανάκαμψη (4,8%) / Ύφεση (3,1%)
Margin Debt (US)	7,6%	Επιβράδυνση(7,4%) / Ύφεση (8,5%)
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	5,8%	

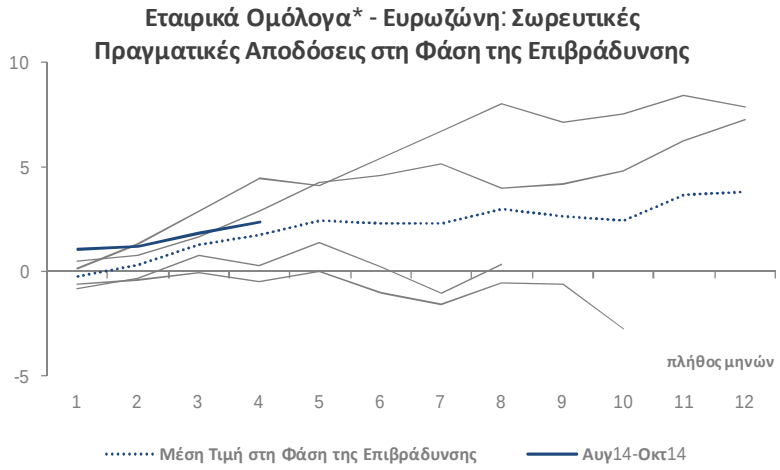
Η σημαντική πιθανότητα παραμονής στο στάδιο της επιβράδυνσης, η πορεία του πληθωρισμού και η απομόχλευση στις ΗΠΑ αποτελούν θετικούς παράγοντες , ενώ αρνητική επίδραση προσφέρει ο η προοπτική της ανάκαμψης της πραγματικής οικονομίας, η πιθανότητα ύφεσης του λόγου M3/M1 και η επέκταση της πραγματικής προσφοράς M3 (οι δυο τελευταίες είναι συνδεμένες με την επέκταση του χαρτοφυλακίου της ΕΚΤ).

Μια στάθμιση κατά 50% **του πρόδρομου δείκτη της Ευρωπαϊκής Επιτροπής και μια ίση στάθμιση των υπολοίπων θα ήταν συνεπής με μια απόδοση των Γερμανικών ομόλογων κατά** 5,8% (2,7% **σε όρους υποβάλλουσας απόδοσης) οριακά πάνω από το «κανονικό» μέσα στο** 2015.

Μια τέτοια απόδοση θα ήταν συνεπής με μια πτώση των δεκαετών αποδόσεων κατά 30μ.β. (η ευαισθησία του δείκτη στις μεταβολές της δεκαετίας είναι -4,8% ενώ ο σταθερός όρος 4,3%). Σημειώνουμε ότι για την περίοδο 31/12/1993-30/10/2014 την οποία εξετάζουμε η μέση (μηνιαία ετησιοποιημένη) απόδοση του Bank Of America Merrill Lynch German Federal Government All Maturities (Euro) - Total Return Index ήταν 5,5%. Σημειώνουμε ότι για την ίδια περίοδο η υπερβάλλουσα (σε σχέση με τα μετρητά) απόδοση ήταν 2,6%.

* ετησιοποιημένες μηνιαίες ονομαστικές αποδόσεις βασισμένες στους κύκλους της περιόδου 12/1993-10/2014

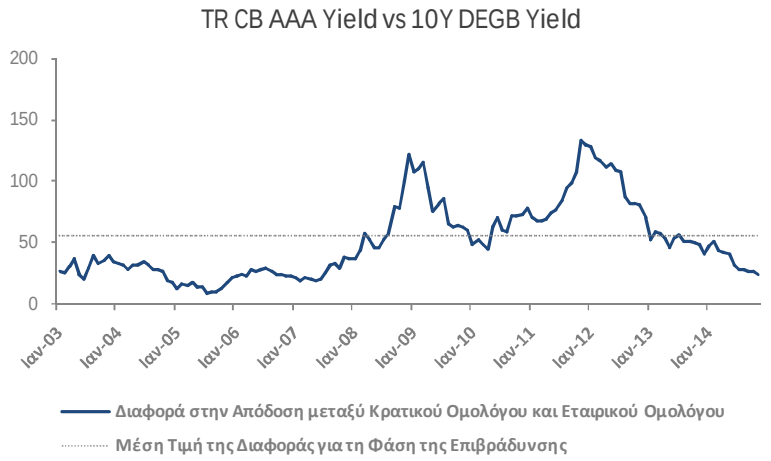
EZ: Εταιρικά Ομόλογα

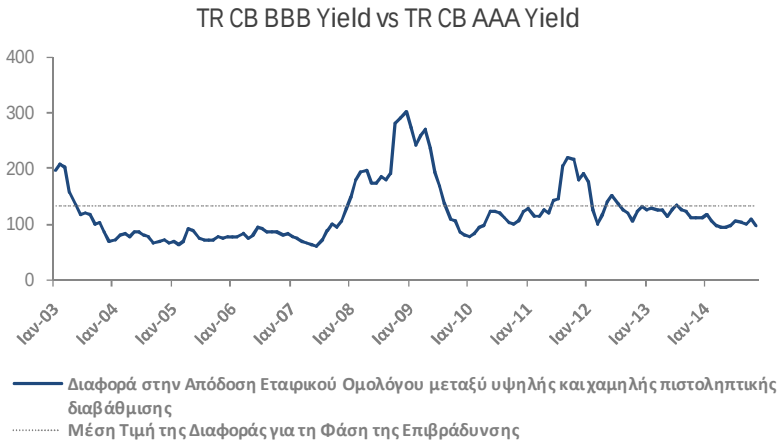


Σωρευτική πραγματική απόδοση 2,4% σημειώθηκε στα εταιρικά ομόλογα της EZ κατά τη διάρκεια του τετραμήνου Οκτωβρίου – Νοεμβρίου, υπερβαίνοντας την αντίστοιχη μέση τιμή (1,8%) για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 1996 και ύστερα.

Το spread στην απόδοση μεταξύ των εταιρικών ομολόγων και του κρατικού ομολόγου διαμορφώνεται χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 2003 και ύστερα.

Επιπλέον, το spread στην απόδοση των εταιρικών ομολόγων μεταξύ χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης διαμορφώνεται επίσης χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 2003 και ύστερα.





*Σύμφωνα με τον Bank Of America Merrill Lynch Euro Corporate Master (Euro) – Total Return Index

Παράγοντες Ανάπτυξης & Ρευστότητας: Εταιρικά Ομόλογα Ευρωζώνης

Παράγοντας	Αποδόσεις έναντι κρατικών	Παρούσα /Μελλοντική Πιθανή Φάση
EC Leading Indicator	-1,3%	Επιβράδυνση(-3%) / Ανάπτυξη (0,8%)
Headline Inflation	4,0%	Ύφεση (4%) / Ανάκαμψη (-0,7%)
Real M3%	1,3%	Ανάκαμψη (2,6 %) / Ανάπτυξη (0,7%)
M3%-M1%	1,4%	Ανάκαμψη (-0,4%) / Ύφεση (2,6%)
Margin Debt (US)	-2,8%	Επιβράδυνση(-2,9%) / Ύφεση (-2,5%)
ΣΤΑΘΜΙΣΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ	-0,1%	

Η σημαντική πιθανότητα παραμονής στο στάδιο της επιβράδυνσης πιθανή ανάκαμψη του πληθωρισμού, αλλά κυρίως η απομόχλευση στις ΗΠΑ αποτελούν αρνητικούς παράγοντες για τον δείκτη, ενώ στήριξη προσφέρει η προοπτική της οικονομικής ανάκαμψης, ο χαμηλός πληθωρισμός, η πιθανότητα ύφεσης του λόγου M3/M1 και η ανάκαμψη του πραγματικού M3.

Μια στάθμιση κατά 50% **του πρόδρομου δείκτη και μια ίση στάθμιση των υπολοίπων θα ήταν συνεπής με μια μηδενική υπεραπόδοση των εταιρικών ομολόγων μέσα στο** 2015.

Σημειώνουμε ότι για την περίοδο 31/01/1996-30/10/2014 την οποία εξετάζουμε η υπερβάλλουσα έναντι των κρατικών μέση (μηνιαία ετησιοποιημένη) απόδοση του Bank Of America Merrill Lynch Euro Corporate Master (Euro) – Total Return Index ήταν 0,12%

* ετησιοποιημένες μηνιαίες ονομαστικές αποδόσεις βασισμένες στους κύκλους της περιόδου 01/1996-10/2014

Περιεχόμενα

- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΗΠΑ
- Νομισματική Πολιτική ΗΠΑ
- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΕΖ
- Νομισματική Πολιτική ΕΖ
- Αγορές
- Δείκτες Μεταβλητότητας - Κινδύνου
- Παράρτημα

Δείκτες Συστημικού Κινδύνου & Μεταβλητότητας

Σημείωση: Δείκτης που μετρά την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής ποσοτικοποιώντας για την Αμερική α) την αβεβαιότητα που αποτυπώνεται στον τύπο, β) τις προβλεπόμενες φορολογικές αλλαγές την τρέχουσα χρονιά αλλά και σε εύρος 10ετίας, και γ) τη απόκλιση μεταξύ των προβλέψεων των οικονομικών αναλυτών. Για την Ευρώπη χρησιμοποιείται μόνο η α) συνιστώσα. Έχει χρησιμοποιηθεί κινητός μέσος όρος 3 μηνών και έχει γίνει κανονικοποίηση του δείκτη.

Πηγή: Economic Policy Uncertainty, US Monthly Index, Europe Monthly Index

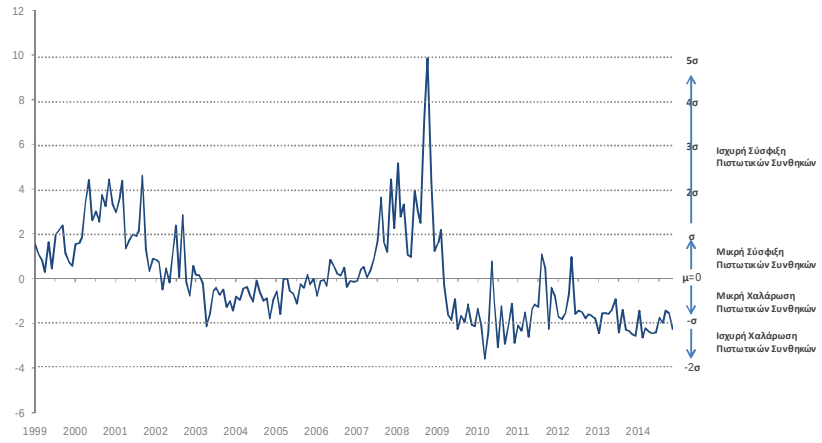
Ενώ η αβεβαιότητα της Οικονομικής πολιτικής στις ΗΠΑ παραμένει σε πολύ χαμηλό επίπεδο από το ξεκίνημα του 2014, η ΕΖ τους τελευταίους 3 μήνες επιστρέφει σε συνθήκες συστημικού κινδύνου.

Ο δείκτης μεταβλητότητας των γερμανικών ομολόγων έχει αυξηθεί σημαντικά από τις αρχές Οκτωβρίου, διότι οι αποδόσεις τους υποχώρησαν σημαντικά, λόγω των αποφάσεων της ΕΚΤ και του πολύ χαμηλού πληθωρισμού.

Οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας των μετοχών διαμορφώνονται σε ικανοποιητικό επίπεδο, χαμηλότερα έναντι της μακροχρόνιας μέσης τιμής τους.

ΗΠΑ: Πιστωτικές Συνθήκες

Τρ. Πειραιώς: Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών ΗΠΑ



Δείκτης Χρηματοπιστωτικής Πίεσης ΗΠΑ

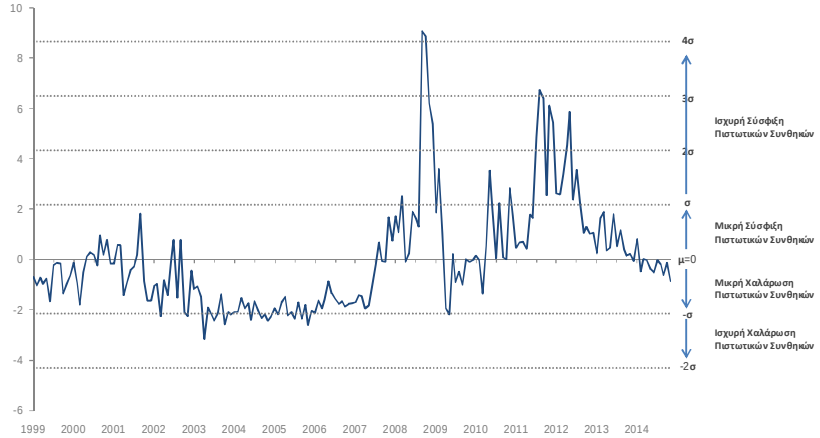
Σημείωση: Ο Δείκτης μετρά το βαθμό της χρηματοπιστωτικής πίεσης στην αμερικανική αγορά. Κατασκευάζεται από 18 **εβδομαδιαίες χρονοσειρές εκ των οποίων οι 7 αφορούν τοκοφόρα επιτόκια** (interest rates) **και οι 6 περιθώρια αποδόσεων** (yield spreads). **Έχει χρησιμοποιηθεί κινητός μέσος όρος 4 εβδομάδων και έχει γίνει κανονικοποίηση του δείκτη.**
Πηγή: Federal Reserve Bank of St. Louis, St. Louis Fed Financial Stress Index

Ο δείκτης Χρηματοπιστωτικής Πίεσης του St. Louis Fed και ο δείκτης πιστωτικών συνθηκών της Τράπεζας Πειραιώς δείχνουν πως οι ΗΠΑ εξακολουθούν να διανύουν περίοδο πολύ χαλαρών πιστωτικών συνθηκών.

Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης της Τράπεζας Πειραιώς διαμορφώνεται χαμηλότερα (κατά 1,2 τυπικές αποκλίσεις) σε σύγκριση με τον μακροχρόνιο μέσο όρο, που αποτελεί θετικό παράγοντα για τη μεγέθυνση της οικονομίας και την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου.

ΕΖ: Πιστωτικές Συνθήκες

Τρ. Πειραιώς: Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών ΕΖ



Δείκτης Συστημικού Κινδύνου ΕΚΤ

Σημείωση: Ο Δείκτης μετρά το βαθμό της χρηματοπιστωτικής πίεσης στην ΕΖ. Κατασκευάζεται από 15 εβδομαδιαίες χρονοσειρές που αφορούν 5 κατηγορίες, τον τομέα χρηματοπιστωτικών διαμεσολαβητών, την αγορά χρήματος, τη μετοχική αγορά, την αγορά ομολόγων και την αγορά συναλλάγματος . Έχει χρησιμοποιηθεί κινητός μέσος όρος 4 εβδομάδων και έχει γίνει κανονικοποίηση του δείκτη.
Πηγή: ECB, CISS-Composite Indicator of Systemic Stess

Ο δείκτης Συστημικού Κινδύνου της ΕΚΤ και ο δείκτης πιστωτικών συνθηκών της τράπεζας Πειραιώς δείχνουν πως η ΕΖ βρίσκεται σε περίοδο χαλαρών πιστωτικών συνθηκών. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης της Τράπεζας Πειραιώς διαμορφώνεται χαμηλότερα (κατά 0,4 τυπικές αποκλίσεις) σε σύγκριση με τον μακροχρόνιο μέσο όρο.

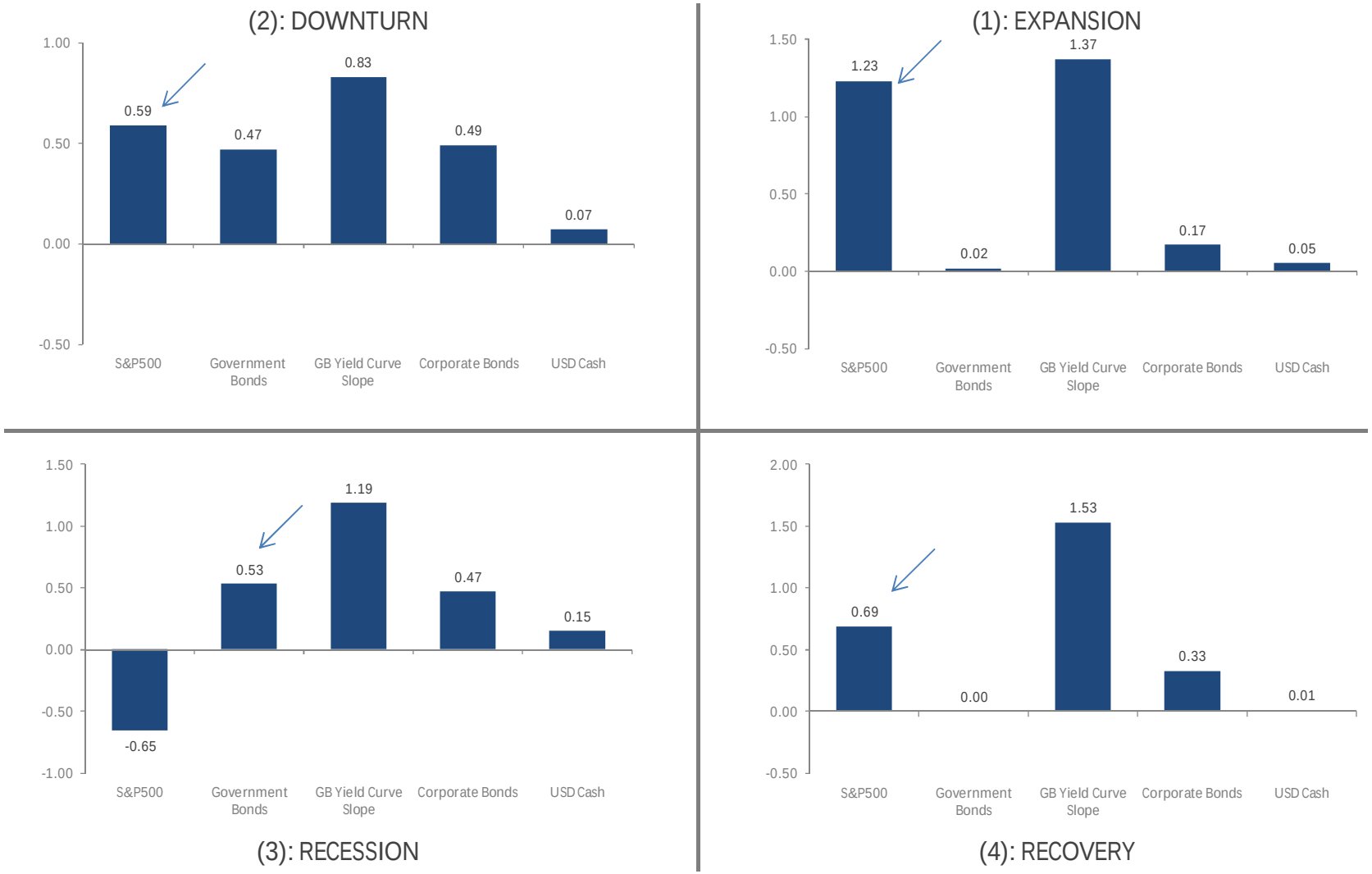
Εφόσον κατά τη διάρκεια του 2015 **η ΕΚΤ λάβει αποφάσεις περαιτέρω διευκόλυνσης, εκτιμάμε ότι οι δείκτες θα μειωθούν περαιτέρω και θα διαμορφωθούν χαμηλότερα κατά 1 τυπική απόκλιση σε σύγκριση με τον μακροχρόνιο μέσο όρο, όπως συνέβη στις ΗΠΑ**, που θα αποτελεί θετικό παράγοντα για την τόνωση της οικονομίας και την ανάληψη επενδυτικού κινδύνου.

PIRAEUS BANK

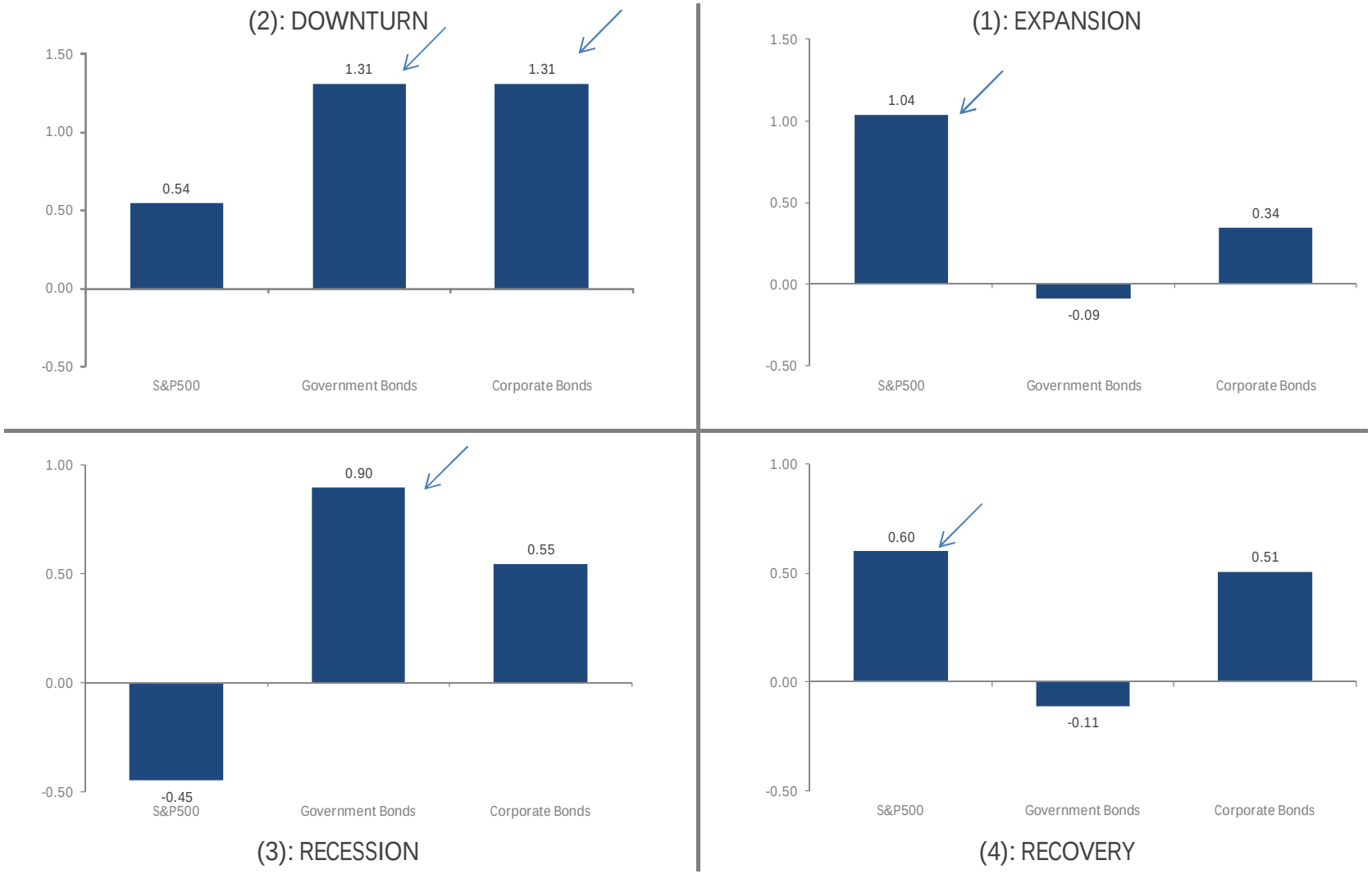
Περιεχόμενα

- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΗΠΑ
- Νομισματική Πολιτική ΗΠΑ
- Μακροοικονομικά Στοιχεία & Οικονομικοί Κύκλοι ΕΖ
- Νομισματική Πολιτική ΕΖ
- Δείκτες Μεταβλητότητας - Κινδύνου
- Αγορές
- **Παράρτημα**

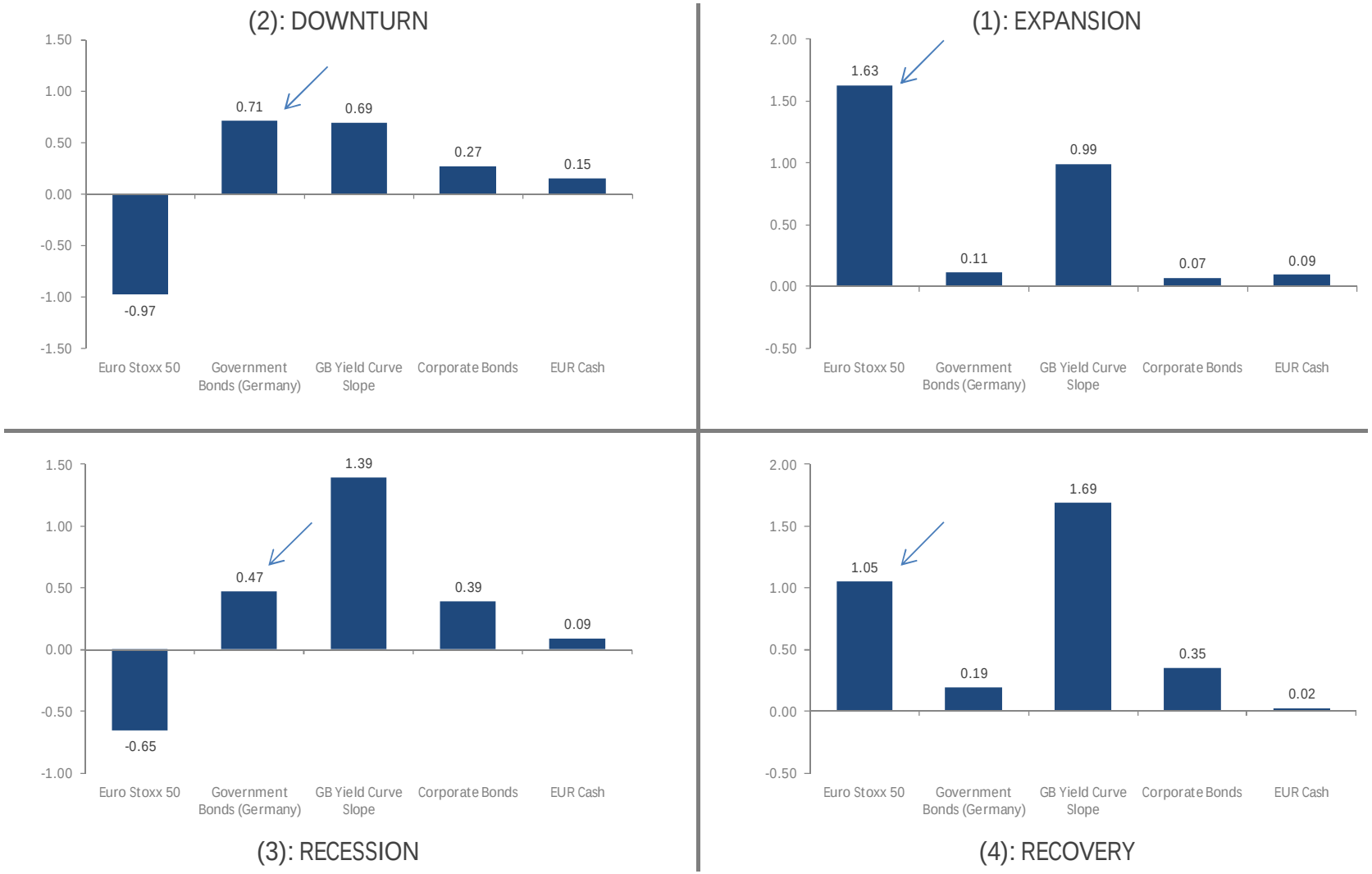
ΗΠΑ: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος



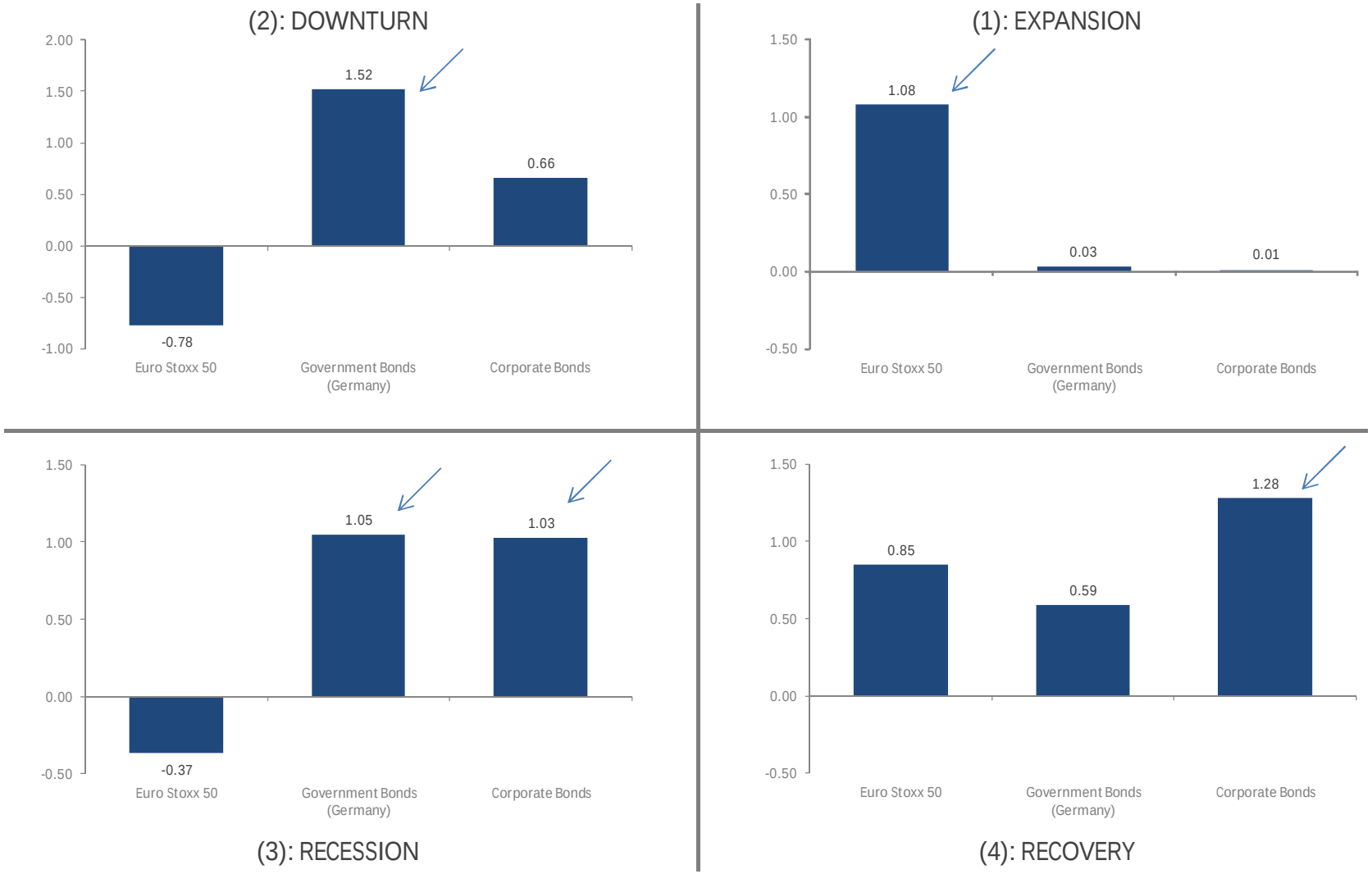
ΗΠΑ: Sharpe Ratio & **Οικονομικός Κύκλος**



EZ: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος



EZ: Sharpe Ratio & **Οικονομικός Κύκλος**



PIRAEUS BANK

Οικονομική Ανάλυση & Αγορές

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

Ελληνική Οικονομία

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

Ανεπτυγμένες Οικονομίες

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

Αναπτυσσόμενες Οικονομίες

Ρότσικα Δημητρία	Economist	2103288365	Rotsikad@piraeusbank.gr
Μαργαρίτη Κωνσταντίνα	Junior Economic Analyst	2103739642	Margaritik@piraeusbank.gr

Κλαδικές Μελέτες

Δαγκαλίδης Αθανάσιος	Senior Economist	2310293564	Athanasios.Dagalidis@piraeusbank.gr
Βλάχου Παρασκευή	Economic Analyst	2103335631	Vlachoupar@piraeusbank.gr
Φραγκουλίδου Ιφιγένεια	Officer	2310293403	Fragkoulidoui@piraeusbank.gr

Θεσμικές και Εποπτικές Εξελίξεις

Λεβεντάκης Αρτέμης	Senior Economist	2164001792	LeventakisAr@piraeusbank.gr

PIRAEUS BANK

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