

4^ο ΤΡΙΜΗΝΟ 2016



Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ

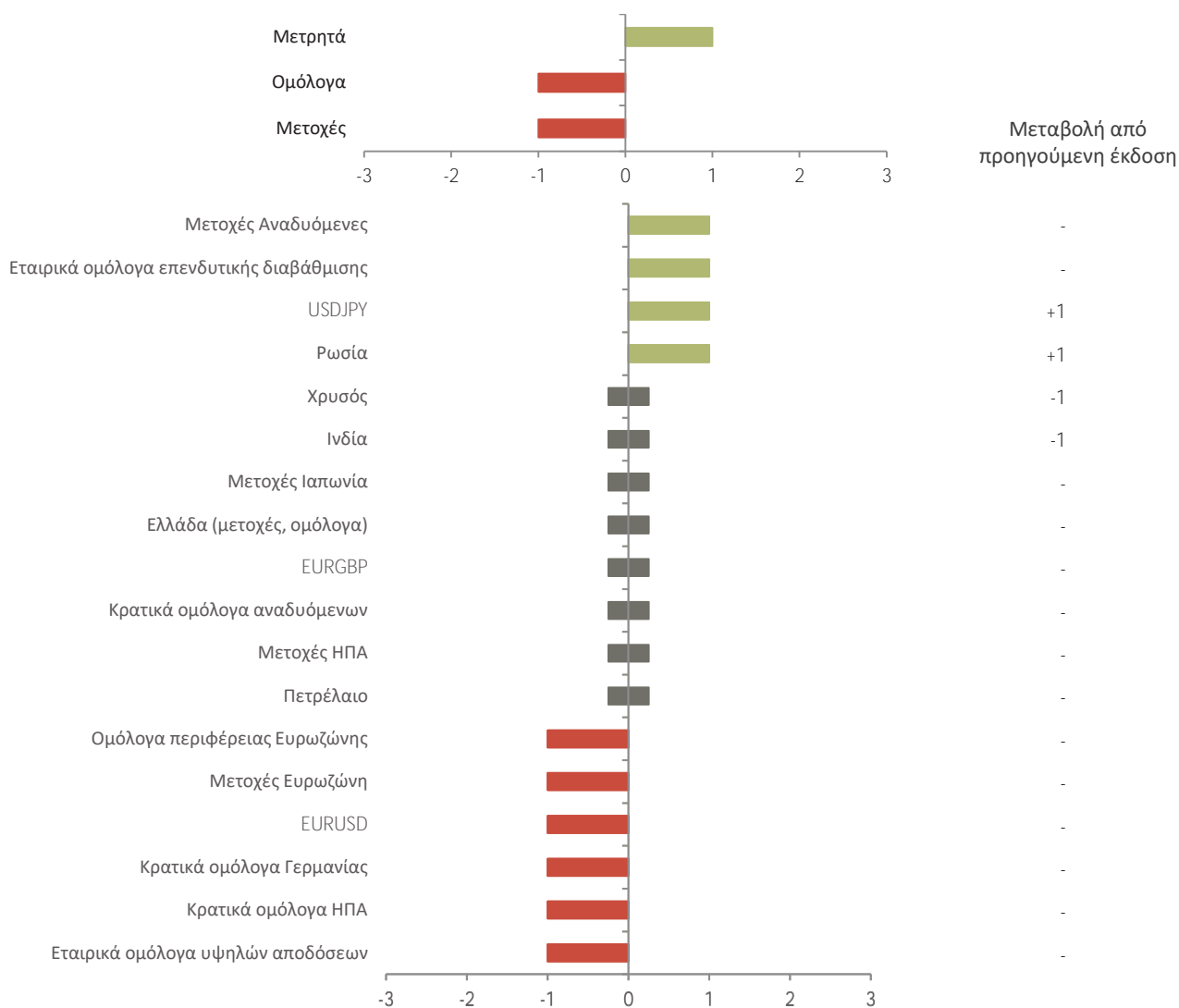


ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΣΥΝΟΨΗ	6
2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	8
2.1 ΗΠΑ	8
2.2 Ευρωζώνη	9
2.3 Ηνωμένο Βασίλειο	11
2.4 Ιαπωνία	11
2.5 Κίνα	12
2.6 Ρωσία	13
2.7 Ελλάδα	13
3. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	15
4. ΟΜΟΛΟΓΑ	18
4.1 Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ - Γερμανίας	18
4.2 Ομόλογα Περιφέρειας Ευρωζώνης	20
4.3 Κρατικά Ομόλογα Αναδυομένων Αγορών	20
4.4 Εταιρικά Ομόλογα (Επενδυτικής Διαβάθμισης & Υψηλής Απόδοσης)	21
5. ΜΕΤΟΧΕΣ	23
5.1 ΗΠΑ	24
5.2 Ευρωζώνη	26
5.3 Ιαπωνία	27
5.4 Αναδυόμενες Αγορές	28
6. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ	30
6.1 EURUSD	30
6.2 USDJPY	31
6.3 EURGBP	31
7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	32
7.1 Χρυσός	32
7.2 Πετρέλαιο	33
8. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ	34
9. ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ	36

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

Είμαστε υπερεπενδεδυμένοι στις μετοχές αναδυομένων αγορών και στα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης. Κατοχυρώνουμε κέρδη στην Ινδία και επενδύουμε στην αγορά της Ρωσίας. Παίρνουμε θέση αγοράς στο USD έναντι του JPY. Υποβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό.



01

ΣΥΝΟΨΗ

Οι αγορές εξαρτώνται από τις κεντρικές τράπεζες περισσότερο από κάθε άλλη στιγμή στην πρόσφατη ιστορία. Οι επεκτατικές νομισματικές πολιτικές, που συντηρούν το ράλι στις επενδύσεις και διατηρούν χαμηλά τη μεταβλητότητα, φαίνεται ότι πλησιάζουν τα όρια της αποτελεσματικότητάς τους και άρα πρέπει να περιμένουμε αυξημένη μεταβλητότητα τόσο σε μακρο επίπεδο όσο και σε επίπεδο αγορών.

Η διάθεση για ανάληψη ρίσκου ανέκαμψε το προηγούμενο τρίμηνο, καθώς οι επενδυτές είδαν με αισιοδοξία τη βελτίωση των οικονομικών στοιχείων στις μεγάλες οικονομίες έπειτα από ένα ασθενικό πρώτο εξάμηνο και η νομισματική πολιτική παρέμεινε επεκτατική, με την BoE να αποφασίζει αύξηση του προγράμματος αγοράς ομολόγων και τη Fed να καθυστερεί την αύξηση των επιτοκίων. Οι μετοχές κατέγραψαν κέρδη 4%, με πρωταγωνίστριες τις αναδυόμενες αγορές (+8%). Ισχυρή άνοδο κατέγραψαν τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων (+6%), καθώς περιορίστηκαν οι ανησυχίες για κύμα χρεοκοπιών στον κλάδο ενέργειας μετά τη σταθεροποίηση των τιμών του πετρελαίου πάνω από τα 40 δολ. Η στερλίνα υποτιμήθηκε περαιτέρω 4% έναντι του EUR.

Οι αγορές εξαρτώνται από τις κεντρικές τράπεζες περισσότερο από κάθε άλλη στιγμή στην πρόσφατη ιστορία. Οι επεκτατικές νομισματικές πολιτικές, οι οποίες συντηρούν το ράλι στις επενδύσεις και διατηρούν χαμηλά τη μεταβλητότητα, φαίνεται να πλησιάζουν τα όρια της αποτελεσματικότητάς τους—το αναγνωρίζουν άλλωστε και οι ίδιες οι κεντρικές τράπεζες - και άρα πρέπει να περιμένουμε αυξημένη μεταβλητότητα τόσο σε οικονομικό επίπεδο όσο και σε επίπεδο αγορών.

Η παγκόσμια οικονομία θα παραμείνει σε φάση ασθενούς ανάπτυξης παρά τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια και την άπλετη ρευστότητα. Μόνο με την ανάληψη μέτρων επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής, με αύξηση της παραγωγικότητας και με διαρθρωτικές αλλαγές στις αγορές εργασίας θα επιτευχθούν υψηλότεροι και διατηρήσιμοι ρυθμοί ανάπτυξης παγκοσμίως, καθώς και επιτάχυνση του πληθωρισμού. Το 2017 θα μπορούσε να είναι έτος επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής τόσο στις ΗΠΑ όσο και αλλού, γεγονός που θα αποτελούσε θετικό καταλύτη για τις αγορές.

Στο σκέλος της μικροοικονομίας, η αύξηση της μόχλευσης των επιχειρήσεων μάς προβληματίζει, καθώς δεν κατευθύνεται σε επενδύσεις, αλλά σε επαναγορές μετοχών και μερίσματα. Ενδεχόμενη αύξηση του κόστους δανεισμού θα επηρεά-

σει την κερδοφορία των επιχειρήσεων, η οποία αναμένουμε να ανακάμψει υποτονικά από την ύφεση των προηγούμενων τεσσάρων τριμήνων.

Στα τρέχοντα επίπεδα οι αποτιμήσεις των μετοχών είναι ευάλωτες, καθώς προεξοφλούν ισχυρή ανάκαμψη της κερδοφορίας και συνάδουν με χαμηλά επιτόκια και χαμηλό πληθωρισμό.

Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές και προτιμούμε την έκθεση σε εταιρικά ομόλογα, διακρατώντας αυξημένη έκθεση σε μετρητά, ώστε να προστατευθούμε από την αύξηση της μεταβλητότητας. Αντισταθμίζουμε την αμυντική μας στάση επενδύοντας ευκαιριακά σε επιμέρους αγορές υψηλού beta για τις οποίες είμαστε θετικοί.

Στο πλαίσιο αυτό είμαστε υπερεπενδεδυμένοι στις μετοχές αναδυόμενων αγορών, στη μικρή κεφαλαιοποίηση στις ΗΠΑ και στους κλάδους Τεχνολογίας και Υγείας.

Είμαστε υποεπενδεδυμένοι στην Ευρωζώνη, λόγω των αυξημένων οικονομικών και πολιτικών κινδύνων, ενώ και το τραπεζικό σύστημα εμφανίζεται ευάλωτο σε εξωγενή σοκ.

Στις ομολογιακές επενδύσεις προτιμούμε τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης και τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών, ενώ παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων και στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Γερμανίας.

Στο συνάλλαγμα βραχυπρόθεσμα εκτιμούμε ότι η ισοτιμία EURUSD θα παραμείνει σε εύρος, καθώς τα ρίσκα είναι μοιρασμένα, ωστόσο μεσοπρόθεσμα είμαστε υπέρ του USD. Αναθεωρούμε τη θέση μας στο USDJPY από ουδέτερη σε υπέρ του USD με στόχο το 110 και εκμεταλλευόμαστε περαιτέρω άνοδο στην ισοτιμία EURGBP για αγορές GBP. Στα εμπορεύματα υποβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό σε ουδέτερη λόγω των μεγάλων κερδοσκοπικών θέσεων και του ότι δεν έχει ενσωματώσει την άνοδο του δολαρίου, ενώ διατηρούμε την ουδέτερη θέση στο πετρέλαιο, αναγνωρίζοντας, ωστόσο, ότι τα ρίσκα είναι ανοδικά για την τιμή.

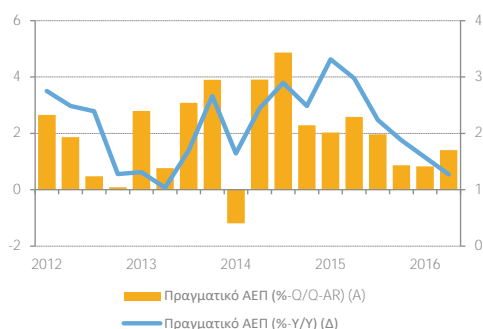
02 ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Το διεθνές οικονομικό περιβάλλον επηρεάζεται κυρίως από τις ενέργειες των μεγάλων κεντρικών τραπεζών. Η ΕΚΤ και η ΒοJ ακολουθούν προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης, ενώ η FED επιθυμεί την επιστροφή στην «κανονικότητα» της νομισματικής πολιτικής της, αλλά με ήπιο τρόπο.

2.1 ΗΠΑ

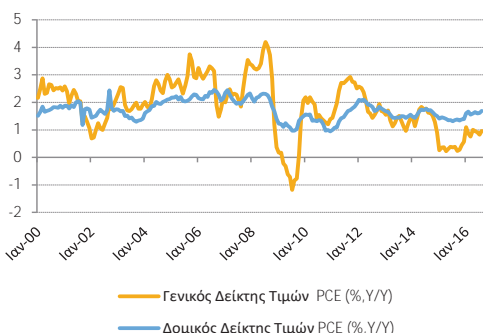
- Με χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης κινήθηκε η αμερικανική οικονομία κατά τη διάρκεια του εννεαμήνου (Δ' τρίμ. 2015 – Β' τρίμ. 2016, καθώς οι επιχειρηματικές επενδύσεις κατέγραφαν συρρίκνωση. Το 2016 εκτιμούμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 1,5% (από 2,6% το 2015) ενώ, για το 2017 αναμένουμε μικρή επιτάχυνση στο 1,9%.
- Ο γενικός και ο δομικός πληθωρισμός (σύμφωνα με τον δείκτη PCE Price Index) εκτιμούμε ότι θα πλησιάσουν το 2,0% κατά τη διάρκεια του Α' εξαμήνου του 2017. Εφόσον δεν σημειωθεί υποχώρηση στις διεθνείς τιμές ενέργειας και η αγορά εργασίας συνεχίζει να βελτιώνεται τότε είναι πιθανή η παραμονή τους κοντά στο 2,0% ή ελαφρώς υψηλότερα.
- Η απασχόληση συνεχίζει να αυξάνει ικανοποιητικά και το ποσοστό ανεργίας διαμορφώνεται σε χαμηλό επίπεδο. Ωστόσο, το πολύ χαμηλό ποσοστό συμμετοχής του εργατικού δυναμικού στον πληθυσμό και η αδυναμία επιτάχυνσης του ρυθμού ενίσχυσης των μισθών καταδεικνύουν την ύπαρξη σημαντικού μεγέθους αναξιοποίητης δυνατότητας παραγωγής.
- Οι τομείς της μεταποίησης και των υπηρεσιών αναπτύσσονται με βραδύ ρυθμό. Η μεταποίηση έχει σημειώσει ανάκαμψη, αποκομίζοντας οφέλη από τη μείωση και στη συνέχεια τη σταθεροποίηση της ισοτιμίας του δολαρίου. Η δραστηριότητα στον τομέα των κατοικιών καθώς και οι τιμές των κατοικιών αναπτύσσονται με ικανοποιητικό ρυθμό. Οι πρόδρομοι δείκτες εμπιστοσύνης του καταναλωτή δεν έχουν σημειώσει μείωση.
- Η FED εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να προχωρήσει στην αύξηση (κατά 25μβ) του βασικού επιτοκίου της στην τελευταία συνεδρίαση του 2016 (στις 14 Δεκεμβρίου). Όμως, στη συνέχεια αναμένουμε ότι θα ακολουθήσει ηπιότερη πολιτική. Υπέρ αυτού συνηγορούν οι νέες μακροοικονομικές εκτιμήσεις της FED, οι οποίες εκτιμούν ότι σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα ο ρυθμός μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ θα διαμορφωθεί υπό του 2,0% (στο 1,8%) και το παρεμβατικό επιτόκιο θα διαμορφωθεί υπό του 3,00% (στο 2,90%).

ΓΡΑΦΗΜΑ 1
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

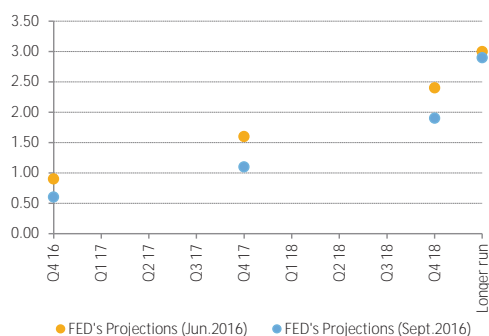
ΓΡΑΦΗΜΑ 2
Πληθωρισμός



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 3

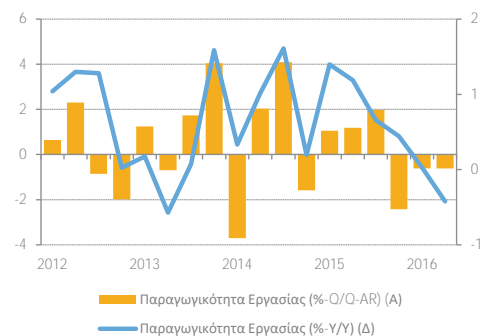
Εκτιμήσεις FOMC για το παρεμβατικό επιτόκιο



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 4

Παραγωγικότητα Εργασίας



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

- Η μείωση που σημειώθηκε για τρία διαδοχικά τρίμηνα στην παραγωγικότητα του εργατικού δυναμικού σε συνδυασμό με το χαμηλό ποσοστό συμμετοχής του στον πληθυσμό αποτελούν παράγοντα ανησυχίας, που δεν συνάδει με συνέχιση της ανοδικής τάσης των μισθών.
- Ορισμένοι εξωγενείς παράγοντες (όπως το «Brexit», η αυξανόμενη πολιτική αβεβαιότητα στην Ε.Ε. και η απότομη επιδείνωση των στοιχείων της Κίνας) ενδεχομένως να ενισχύσουν την αβεβαιότητα σε παγκόσμιο επίπεδο και κατά συνέπεια να οδηγήσουν σε ενίσχυση της ισοτιμίας του USD, που μπορεί να αποτρέψει την ανάκαμψη του μεταποιητικού τομέα και των επιχειρηματικών επενδύσεων.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΗΠΑ: Μακροοικονομικές Εκτιμήσεις

	Q/Q-AR %								Y/Y %		
	Πραγμ. Στοιχ.				Εκτιμήσεις				2015	2016	2017
	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017			
Πραγματικό ΑΕΠ	0,8	1,4	2,5	2,5	1,5	2,5	2,5	2,0	2,6	1,5	2,0
Κατανάλωση	1,6	4,3	2,5	2,5	2,0	2,5	2,5	2,5	3,1	2,7	2,5
Επενδύσεις	-3,3	-7,9	3,0	5,0	1,0	3,0	3,0	3,0	5,0	-2,0	2,0
Δημόσιες Δαπάνες	1,7	-1,7	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,0	1,7	1,0	1,0
Εξαγωγές	-0,7	1,8	3,0	3,0	2,0	3,0	3,0	3,0	3,3	1,1	1,1
Εισαγωγές	7,1	3,0	2,3	-0,7	2,0	4,0	4,0	4,0	3,9	4,9	1,9
Headline PCE PI	0,9	1,0	1,1	1,5	1,7	1,9	1,9	1,7	0,3	1,1	1,8
Core PCE PI	1,6	1,6	1,6	1,7	1,7	1,8	1,8	1,7	1,5	1,6	1,8
Ποσοστό Ανεργίας	4,9	4,9	4,9	4,8	4,9	4,9	4,9	5,0	5,3	4,9	4,9
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0,50	0,50	0,50	0,75	0,75	1,00	1,00	1,25	0,50	0,75	1,25

Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

- Η επιλογή της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμούμε ότι είναι πιθανή από τον νέο πρόεδρο που θα αναδειχθεί από τις επικείμενες εκλογές (στις 8 /11), ευνοώντας τον υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης και την ταχύτερη επιτάχυνση του πληθωρισμού.

2.2 Ευρωζώνη

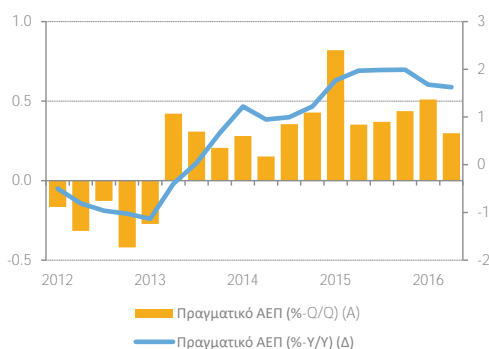
- Επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Β' τριμήνου, καθώς υποχώρησε η συμβολή της εσωτερικής ζήτησης. Το 2016 εκτιμούμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 1,5% (από 1,9% το

2015) ενώ για το 2017 αναμένουμε επιβράδυνση στο 1,1% λόγω των επιπτώσεων που θα προκύψουν από το «Brexit». Όμως, το χαμηλό κόστος εξυπηρέτησης του εταιρικού χρέους (που προκύπτει από την εφαρμογή της πολύ χαλαρής πολιτικής της ΕΚΤ) ευνοεί τις επιχειρηματικές επενδύσεις, αντισταθμίζοντας εν μέρει τις επιπτώσεις από το «Brexit».

- Ο γενικός και ο δομικός πληθωρισμός εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθούν ελαφρώς υψηλότερα του 1,0% κατά τη διάρκεια του Α' εξαμήνου του 2017. Ωστόσο, εκτιμούμε ότι ο πληθωρισμός είναι δύσκολο να υπερβεί το 1,5% έως το τέλος του 2017 λόγω του αναμενόμενου χαμηλού ρυθμού ανάπτυξης, που συνεπάγεται βραδεία μείωση του ποσοστού ανεργίας και των χαμηλών τιμών ενέργειας και τροφίμων, όπως διαμορφώνονται στα συμβόλαια μελλοντικής παράδοσης. Επίσης, οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες διαμορφώνονται σε πολύ χαμηλό επίπεδο για αρκετό χρονικό διάστημα.
- Ο γενικός πρόδρομος δείκτης του οικονομικού κλίματος καθώς και ο πρόδρομος δείκτης εμπιστοσύνης του καταναλωτή διαμορφώνονται υψηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου του, αλλά κινούνται με επιβραδυνόμενη τάση. Ο τομέας των κατασκευών βρίσκεται σε φάση επιταχυνόμενης ενίσχυσης. Αντίθετα, η βιομηχανική παραγωγή και οι εξαγωγές βρίσκονται σε φάση συρρίκνωσης.
- Η ΕΚΤ θα τηρήσει στάση αναμονής έως την τελευταία συνεδρίαση του έτους (8/12), όπου εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να αποφασίσει τη χρονική επέκταση του προγράμματος, ποσοτικής χαλάρωσης και κάποιες τροποποιήσεις των όρων του προγράμματος ώστε να αντιμετωπίσει το πρόβλημα της έλλειψης κάποιων στοιχείων ενεργητικού που προτίθεται να αγοράσει. Οι πολύ χαμηλές μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες και η έντονη διαφωνία κάποιων χωρών για την πολιτική των αρνητικών επιτοκίων είναι τα κύρια προβλήματα που έχει να αντιμετωπίσει η ΕΚΤ. Ήδη από τη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου, η Κεντρική Τράπεζα φαίνεται να αναζητεί διεξόδους από τη νομισματική πολιτική των αρνητικών επιτοκίων και από την έλλειψη τίτλων για αγορά. Το βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ εκτιμούμε ότι θα παραμείνει στο 0% έως, τουλάχιστον, τις αρχές του 2018.
- Η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική (σε συνδυασμό με τη χαλαρή νομισματική πολιτική) απαιτείται για την επίτευξη υψηλότερου ρυθμού ανάπτυξης. Όμως, το υψηλό ποσοστό χρέους (ως προς το ΑΕΠ) σε κάποιες χώρες της Ευρωζώνης απαιτεί δημοσιονομική προσαρμογή, αποτρέποντας την υιοθέτηση επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής. Βέβαια, το χαμηλό κόστος εξυπηρέτη-

ΓΡΑΦΗΜΑ 5

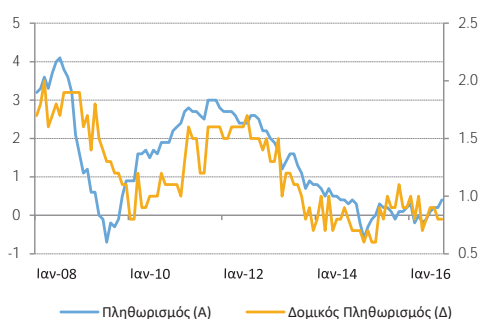
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 6

Πληθωρισμός



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 7

Σύνολο Ενεργητικού ΕΚΤ (σε δισ. €)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Ευρωζώνη: Μακροοικονομικές Εκτιμήσεις

	Q/Q %								Y/Y %		
	Πραγμ. Στοιχ.				Εκτιμήσεις				2015	2016	2017
	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4			
Πραγματικό ΑΕΠ	0,5	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	1,9	1,5	1,1
Κατανάλωση	0,6	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,7	1,5	1,2
Επενδύσεις	0,4	0,0	0,5	0,0	0,0	1,0	0,5	0,5	2,9	1,9	1,1
Δημόσιες Δαπάνες	0,6	0,1	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	1,5	1,7	1,2
Εξαγωγές	0,0	1,1	0,5	0,3	0,3	0,9	0,5	0,5	6,1	2,2	1,9
Εισαγωγές	-0,1	0,4	0,5	0,3	0,3	0,5	0,5	0,5	6,9	2,2	1,5
Πληθωρισμός	0,0	-0,1	0,2	0,6	1,0	1,2	1,2	1,0	0,0	0,1	1,1
Ποσοστό Ανεργίας	10,3	10,1	10,0	9,9	9,9	9,8	9,7	9,6	10,9	10,1	9,8
ΕΚΤ - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0,00	0,0	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,05	0,00	0,00

Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση



σης του δημοσίου χρέους (που προκύπτει από την εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ) ευνοεί την αύξηση των δημόσιων δαπανών σε άλλους τομείς της οικονομίας. Παράλληλα, η υλοποίηση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων είναι αναγκαία για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας.

- Η πολιτική αβεβαιότητα είναι πιθανό να αυξηθεί σε σημαντικό βαθμό, διότι έως το τέλος του 2017 θα διεξαχθούν κρίσιμες βουλευτικές εκλογές και δημοψηφίσματα σε διάφορες χώρες (Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία και Ολλανδία). Λόγω της σημαντικής αύξησης της δημοφιλίας των λαϊκίστικων και ακραίων πολιτικών κομμάτων, ενδέχεται να τεθεί υπό αμφισβήτηση η ενοποίηση της Ε.Ε.

2.3 Ηνωμένο Βασίλειο

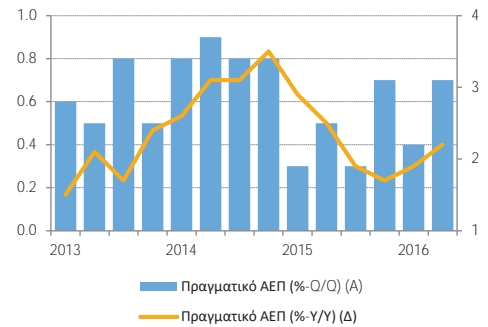
- Επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του Β' τριμήνου, καθώς ενισχύθηκε η συμβολή της εσωτερικής ζήτησης. Το 2016 εκτιμούμε ότι ο ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 1,9% (από 2,2% το 2015) ενώ για το 2017 αναμένουμε επιβράδυνση στο 0,9% λόγω των επιπτώσεων που θα προκύψουν από το «Brexit».
- Λόγω της πτώσης της στεργιλίας εκτιμούμε ότι είναι πιθανό ο πληθωρισμός να διαμορφωθεί υψηλότερα του 2,0% κατά τη διάρκεια του 2017. Όμως, λόγω της αναμενόμενης επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας, εκτιμούμε ότι ο δομικός πληθωρισμός θα διαμορφωθεί χαμηλότερα του 2,0%.
- Η ΤτΑ έχει την πρόθεση να προβεί στις αναγκαίες αποφάσεις, προκειμένου να συμβάλει στην αποτελεσματικότερη αντιμετώπιση των επιπτώσεων που θα προκύψουν από το «Brexit». Στο πλαίσιο αυτό αποφάσισε ήδη να μειώσει το βασικό επιτόκιο της (από 0,50% σε 0,25%) και να αυξήσει το μέγεθος του ενεργητικού της (από 375 δισ. σε 435 δισ. στεργιλίνες). Εκτιμούμε ότι είναι πιθανή η μελλοντική περαιτέρω περικοπή του βασικού επιτοκίου, καθώς και η μελλοντική επιπλέον αύξηση του ενεργητικού.
- Το κύριο διακύβευμα για την οικονομία και για το χρηματοπιστωτικό τομέα του Η.Β. θα είναι το κατά πόσο το Η.Β. θα εξασφαλίσει ανεμπόδιστη πρόσβαση στην κοινή αγορά της Ε.Ε. Στην περίπτωση που αυτή δεν εξασφαλιστεί θα πρέπει η κυβερνητική πολιτική να περιλαμβάνει κάποια ισχυρά κίνητρα για τις επιχειρηματικές επενδύσεις, όπως τη μείωση της φορολογίας της εταιρικής κερδοφορίας.

2.4 Ιαπωνία

- Σε σειρά προσαρμογών στο εφαρμοζόμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης προχώρησε η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας (Ττι) στη συνεδρίαση της 21/9 διατηρώντας, ωστόσο, το επιτόκιο που επιβάλλει στις καταθέσεις (-0,10%). Ειδικότερα, για να επιτύχει το στόχο του πληθωρισμού (2% μεσομακροπρόθεσμα) εισήγαγε τη σύνδεση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης με τον «έλεγχο της καμπύλης αποδόσεων», που ερμηνεύεται ως έλεγχος επί των βραχυπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων επιτοκίων. Τα μεν βραχυπρόθεσμα θα τα επηρεάζει μέσω του επιτοκίου που χρεώνει στις καταθέσεις που η ίδια δέχεται (σήμερα -0,10%), τα δε μακροπρόθεσμα μέσω της απόδοσης των δεκαετών κρατικών ομολόγων που κατά τον χρόνο της συνεδρίασης βρίσκονταν πλησίον του μηδενός, επίπεδο που επιθυμεί να διατηρήσει. Για να το επιτύχει, θα προχωρεί σε αγορές κρατικών ομολόγων, εκτιμώντας ότι ετησίως θα εξακολουθήσουν να κυμαίνονται περί τα 80 τρισ. γιεν.
- Παράλληλα, η Ττι δεσμεύτηκε ότι θα συνεχίσει να επεκτείνει τη νομισματική βάση, έως ότου ο πληθωρισμός υπερβεί τον στόχο (βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή αφαιρουμένων των νωπών τροφίμων) με τρόπο διατηρήσιμο. Όμως, παρά την ιδιαίτερα χαλαρή νομισματική πολιτική, ο πληθωρισμός δεν

ΓΡΑΦΗΜΑ 8

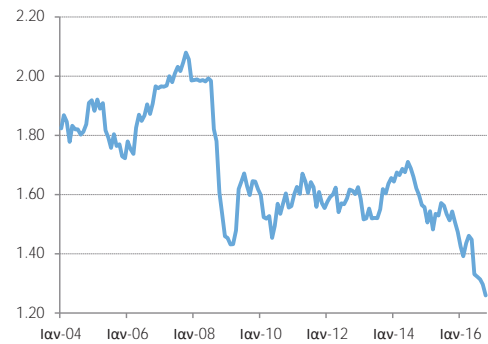
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 9

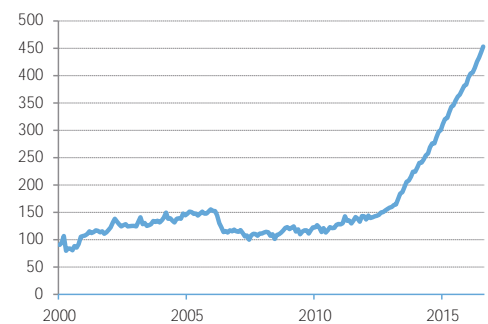
Συναλλαγματική Ισοτιμία GBPUSD



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 10

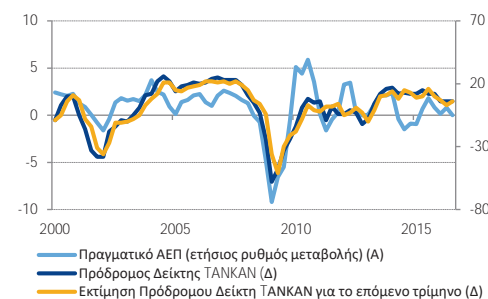
ΒοJ: Σύνολο Ενεργητικού (σε τρισ. γιεν)



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 11

Πραγματικό ΑΕΠ & Δείκτης TANKAN



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση



εμφανίζει ενδείξεις ενίσχυσης (Αύγ.: -0,5%), ενώ παραμένει στο ίδιο επίπεδο ακόμη κι αν αφαιρεθούν τα νωπά τρόφιμα.

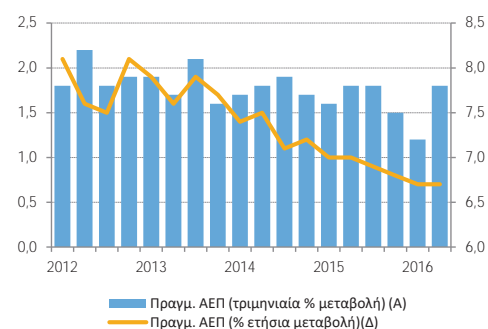
- Τριμηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης 0,2% φαίνεται πως πέτυχε κατά το Β' τρίμηνο του 2016 η ιαπωνική οικονομία (Α' τρίμ.: 0,5%). Οριακά θετικά συνεισέφεραν η ιδιωτική κατανάλωση και οι επενδύσεις, ενώ αρνητικά οι καθαρές εξαγωγές. Επίσης, ουδέτερη επίδραση είχαν οι δημόσιες δαπάνες. Σε σχέση με το Β' τρίμηνο του 2015 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,8% (α' τρίμ. 16: 0,2%).
- Χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας κατά το Β' εξάμηνο προδιαγράφει η εξέλιξη του πρόδρομου επιχειρηματικού δείκτη Τάνκαν. Η τιμή του δείκτη για τις μεγάλες επιχειρήσεις μεταποίησης παρέμεινε αμετάβλητη τα πρώτα τρία τρίμηνα του τρέχοντος έτους, ενώ και στο Δ' τρίμηνο δεν προβλέπεται διαφοροποίησή της. Η εν λόγω τιμή αποτελεί τη χαμηλότερη από το Β' τρίμηνο του 2013. Στις μεγάλες επιχειρήσεις στους εκτός μεταποίησης τομείς η πτωτική τάση του δείκτη συνεχίστηκε το Γ' τρίμηνο, αλλά με επιβραδυνόμενο ρυθμό (18, Β' τρίμ. 16: 19). Για το τελευταίο τρίμηνο του έτους προβλέπεται περαιτέρω μείωσή του στο 16.
- Σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ και τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις στο Bloomberg, η οικονομία της Ιαπωνίας προβλέπεται να αναπτυχθεί με ρυθμό 0,5%-0,6% το 2016 (2015: 0,5%) και 0,6%-0,8% το 2017.

2.5 Κίνα

- Ως εφικτή κρίνεται η επίτευξη του στόχου της κυβέρνησης για ρυθμό ανάπτυξης το 2016, που θα κινείται «μεταξύ του 6,5-7%». Τόσο στο Α' όσο και στο Β' τρίμηνο η οικονομική δραστηριότητα επεκτάθηκε με ετήσιο ρυθμό 6,7%. Συνολικά για το 2016, σύμφωνα με τις προβλέψεις του ΔΝΤ αλλά και τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις στο Bloomberg, η οικονομία προβλέπεται να αναπτυχθεί με ρυθμό 6,5%-6,6%, ενώ το 2017 αναμένεται ελαφρά επιβράδυνσή του στο 6,2%-6,3%.
- Παρόμοια εικόνα προκύπτει από επιμέρους στοιχεία. Στο δίμηνο Ιουλίου-Αυγούστου ενισχύθηκε ελαφρά ο ρυθμός αύξησης τόσο των λιανικών πωλήσεων (10,4%), όσο και της βιομηχανικής παραγωγής (6,15%), ενώ και ο πρόδρομος δείκτης Caixin PMI στη μεταποίηση εμφανίζει τάση σταθεροποίησης στο επίπεδο του 50 που διαχωρίζει τη φάση της επέκτασης από αυτήν της συρρίκνωσης (β' τρίμ. 16: 49,1).
- Ένδειξη ότι η επιχειρούμενη στροφή προς το νέο αναπτυξιακό πρότυπο (ενίσχυση της εγχώριας κατανάλωσης εις βάρος των εξαγωγών και των επενδύσεων) καθυστερεί για να μην πληγεί η ανάπτυξη, είναι η περιορισμένη μείωση τόσο των εξαγωγών όσο και των εισαγωγών. Την ίδια περίοδο συνεχίστηκε η ελαφρά τάση συρρίκνωσης των συναλλαγματικών διαθεσίμων (Αύγ. 16: \$3.185,2 δισ.), που αποτυπώνει σε ένα βαθμό και την τάση σταθεροποίησης της ισοτιμίας του κινεζικού νομίσματος έναντι του δολλαριού στο εύρος 6,65-6,70.
- Αναφορικά με τις πάγιες επενδύσεις, να μεν καταγράφουν στο οκτάμηνο Ιανουαρίου-Αυγούστου αξιοσημείωτη επιβράδυνση (στο 8,1%), ωστόσο προέρχεται κατά κύριο λόγο από την κάθετη πτώση των επενδύσεων των ιδιωτών. Ενδεικτικά σημειώνεται, ότι των ιδιωτών (τα 2/3 του συνόλου) αυξήθηκαν το οκτάμηνο κατά 2,1%, ενώ των φορέων που ελέγχονται από το Δημόσιο κατά 21,4%.
- Μία από τις προκλήσεις της κινεζικής οικονομίας παραμένει ο ομαλός εξορθολογισμός των τιμών των ακινήτων, που η άνοδός τους ενθαρρύνεται από τη συνεχιζόμενη σημαντική αύξηση της προσφοράς χρήματος και της πιστωτικής επέκτασης.

ΓΡΑΦΗΜΑ 12

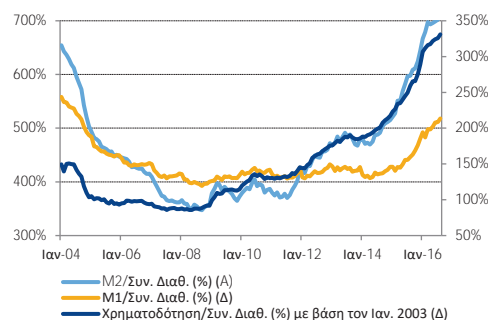
Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 13

Νομισματικά μεγέθη



Πηγή: TR Datastream, Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

- Ενδεικτικά, ο λόγος της συνολικής χρηματοδότησης της κινεζικής οικονομίας ως προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα (βάσει του Ιαν. του 2003) διαμορφώθηκε τον Αύγουστο στις 3,31 φορές (+44 μβ σε σύγκριση με τον Δεκέμβριο του 2015). Παρόμοια είναι και η εξέλιξη του λόγου της προσφοράς χρήματος ως προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα. Οι λόγοι αυτοί σε συνδυασμό με αύξηση του βασικού επιτοκίου της Fed εκτιμάται ότι θα ασκήσουν σημαντική πίεση για υποτίμηση του υπερτιμημένου ακόμα νομίσματός της.
- Συμπερασματικά, η κινεζική οικονομία μπορεί να μην αντιμετωπίζει πρόβλημα πολύ χαμηλού πληθωρισμού (Αύγ.: 1,3%), ωστόσο κρίσιμη για την αναπτυξιακή δυναμική της είναι η επιτυχή αντιμετώπιση των υφιστάμενων διαρθρωτικών προβλημάτων. Μεταξύ αυτών η ανάγκη σημαντικής αναδιάρθρωσης του χρηματοπιστωτικού συστήματος και η ομαλή μετάβαση στο νέο αναπτυξιακό πρότυπο.

2.6 Ρωσία

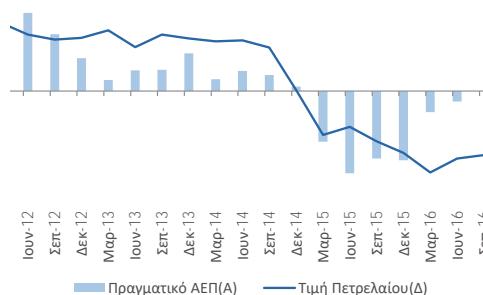
- Το 2016 αναμένεται να είναι ακόμη μια χρονιά ύφεσης για την οικονομία της Ρωσίας, εντούτοις όμως με μικρότερη ένταση από τη μείωση του προηγούμενου έτους.
- Οι βραχυπρόθεσμες προοπτικές ανάπτυξης έχουν περιοριστεί εξαιτίας της μείωσης της τιμής του πετρελαίου και της πτώσης του ρουβλίου.
- Οι πρόδρομοι δείκτες της οικονομίας σηματοδοτούν αναίμικη οικονομική δραστηριότητα, με θετικό όμως παράγοντα τη βελτίωση στις κατασκευές, την αγροτική παραγωγή και τις μεταφορές.
- Τον Σεπτέμβριο, η Κεντρική Τράπεζα της Ρωσίας αποφάσισε την παύση στον κύκλο χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής, σηματοδοτώντας πιθανά οριακά υψηλότερο παρεμβατικό επιτόκιο το 2017. Η Κεντρική Τράπεζα φαίνεται έτοιμη να θυσιάσει τη βραχυπρόθεσμη προοπτική οικονομικής ανάπτυξης με σκοπό να σταθεροποιήσει τις τιμές στον στόχο του 4,0%.
- Η νίκη του κυβερνώντος κόμματος στις εκλογές του Σεπτεμβρίου εξασφαλίζει τη σταθερότητα στον δημόσιο τομέα τους επόμενους μήνες, ελαχιστοποιώντας τις πιθανότητες δημοσιονομικής απόκλισης.
- Στον εξωτερικό τομέα, το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να παραμείνει πλεονασματικό τα επόμενα έτη, καθώς η εκτιμώμενη άνοδος των τιμών του πετρελαίου από το 2017 αναμένεται να αντισταθμίσει την ανάκαμψη των εισαγωγών και των επενδύσεων, καθώς και τη βελτίωση της κατανάλωσης των νοικοκυριών.

2.7 Ελλάδα

- Στο Eurogroup της 10ης Οκτωβρίου δόθηκε θετική εισήγηση προς τον ESM για την εκταμίευση μέρους της δεύτερης υπο-δότησης ύψους €1,1 δισ., μετά την επίτευξη των 15 προαπαιτούμενων που υπολείπονταν για την ολοκλήρωση της πρώτης αξιολόγησης. Ωστόσο, συνεχίζει να εκκρεμεί η αξιολόγηση της πορείας αποπληρωμής των ληξιπρόθεσμων υποχρεώσεων του Δημοσίου προς ιδιώτες με στόχο την εκταμίευση και του υπόλοιπου μέρους της υπο-δότησης ύψους €1,7 δισ., ποσό το οποίο θα διατεθεί για την περαιτέρω μείωση των ληξιπρόθεσμων οφειλών.
- Η δημοσιοποίηση του προσχεδίου Προϋπολογισμού 2017 έκρυβε πολύ λίγες εκπλήξεις, τόσο ως προς το σκέλος των μακροοικονομικών παραδοχών όσο και ως προς το σκέλος του πρωτογενούς αποτελέσματος, δεδομένου ότι οι βασικές κατευθύνσεις της δημοσιονομικής πολιτικής προσδιορίζονται έπειτα από συνεννόηση με τους Θεσμούς και περιγράφονται στη Σύμβαση Χρηματο-

ΓΡΑΦΗΜΑ 14

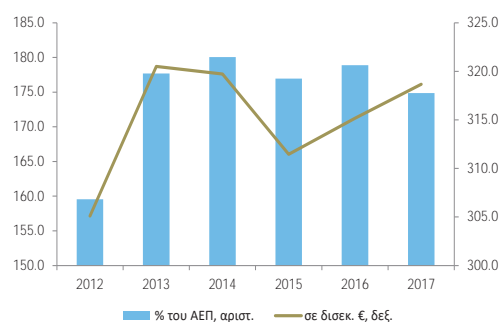
Πραγματικό ΑΕΠ & Τιμή Πετρελαίου



Πηγή: Datastream | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 15

Χρέος Γενικής Κυβέρνησης (ως % του ΑΕΠ & σε δισ. €)



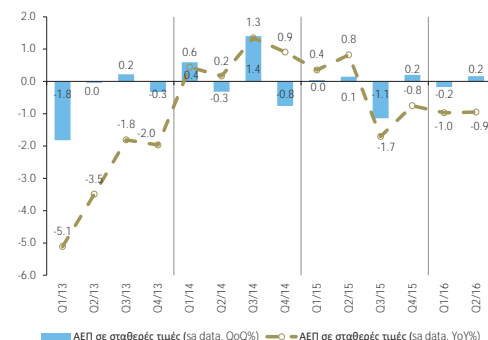
Πηγή: ΥΠΟΙΟ Προσχέδιο Προϋπολογισμού 2017 | Οικονομική Ανάλυση

δοτικής Διευκόλυνσης που έχουμε υπογράψει με αυτούς.

- Στο μακροοικονομικό κομμάτι οι αισιόδοξοι στόχοι για ανάπτυξη 2,7% και αποπληθωρισμό 0,8% το 2017 διατηρούνται αμετάβλητοι, ενώ και το πρωτογενές πλεόνασμα αναμένεται οριακά υψηλότερο (κατά €139 εκατ.) έναντι του στόχου για €3,2 δισ.
- Ωστόσο, το βασικό σημείο αναφοράς του προϋπολογισμού προκύπτει εάν συγκρίνουμε το ύψος των πρωτογενών πλεονασμάτων, με βάση τη μεθοδολογία του προγράμματος, με το ύψος των νέων μέτρων που χρειάστηκαν για να επιτευχθούν αυτά τα πλεονάσματα. Πιο συγκεκριμένα, το πρωτογενές πλεόνασμα του 2016 προβλέπεται σε €1,1 δισ. έναντι πλεονάσματος €1,3 δισ. το 2015. Ωστόσο, για να επιτευχθεί το πλεόνασμα του 2016 χρειάστηκαν νέα μέτρα ύψους €1,4 δισ. Αντίστοιχα, το πλεόνασμα του 2017 υπολογίζεται σε €3,3 δισ. (δηλαδή, αύξηση €2,2 δισ. έναντι του 2016). Για να επιτευχθεί, όμως αυτή η αύξηση των €2,2 δισεκ. (και παρά την ανάπτυξη κατά 2,7% και την αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ κατά 3,5% στα €182,3 δισ.) θα χρειαστούν μέτρα ύψους €4 δισ.
- Το δημόσιο χρέος το 2016 αναμένεται να φτάσει τα €315,2 δισ. (178,9% του ΑΕΠ) και το 2017 να αυξηθεί κατά €3,5 δισ. μέσω της αύξησης των δανείων κατά €10,5 δισ. και της μείωσης των ομολόγων κατά €7,0 δισ. Ωστόσο, η αύξηση του ονομαστικού ΑΕΠ το 2017 κατά €6,1 δισ. θα οδηγήσει σε μείωση του λόγου Χρέος / ΑΕΠ στο 174,8%.
- Με βάση τη δεύτερη εκτίμηση της ΕΛΣΤΑΤ για το ΑΕΠ του Β' τριμήνου 2016, σημειώνεται πτώση του πραγματικού ΑΕΠ κατά -0,9% σε ετήσια βάση (Β' τρίμ. '15: 0,8%) και θετικός τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής 0,2%. Η τάση αυτή σε συνδυασμό με την εκ νέου αναθεώρηση των στοιχείων του Α' τριμήνου οδηγεί σε μείωση του πραγματικού ΑΕΠ κατά -1,0% το Α' εξάμηνο του έτους. Επισημαίνουμε, ωστόσο, ότι το Β' τρίμηνο του έτους το ΑΕΠ σε τρέχουσες τιμές αυξήθηκε κατά 0,5% σε ετήσια βάση υποδεικνύοντας θετικό αποπληθωριστή της τάξεως του 1,5%, όταν ο πληθωρισμός διαμορφώνεται σε -0,9% και η ιδιωτική κατανάλωση συνεχίζει να κινείται σε επίπεδα κοντά στο 70% του ΑΕΠ (σε τρέχουσες τιμές).
- Ο πληθωρισμός συνέχισε την αποπληθωριστική του πορεία, καθώς τον Αύγουστο διαμορφώθηκε στο -0,9% σε ετήσια βάση.
- Το Β' τρίμηνο του 2016 το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε στο 23,1% έναντι 24,6% το αντίστοιχο τρίμηνο του 2015, καθώς η απασχόληση αυξήθηκε κατά 2,1% και οι άνεργοι μειώθηκαν κατά 5,8%. Συνολικά το Α' εξάμηνο το ποσοστό ανεργίας διαμορφώθηκε στο 24% του εργατικού δυναμικού έναντι 25,6% το Α' εξάμηνο του 2015.
- Σύμφωνα με τα τελευταία διαθέσιμα στοιχεία, τον Σεπτέμβριο του 2016 ο δείκτης οικονομικού κλίματος μειώθηκε στις 91,4 μονάδες έναντι 92,5 μονάδων τον Αύγουστο. Πιο συγκεκριμένα, η πτώση του δείκτη επιχειρηματικών προσδοκιών σε βιομηχανία, υπηρεσίες και κατασκευές υπερέκρασε τη βελτίωση στον λιανικό και στον δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτή. Εντούτοις, το εννιάμηνο του 2016 ο δείκτης οικονομικού κλίματος φαίνεται να διατηρείται ουσιαστικά αμετάβλητος στα επίπεδα της αντίστοιχης περιόδου του 2015 (90,6 μονάδων, Ιαν. - Σεπτ. 2015: 90,1 μονάδων).

ΓΡΑΦΗΜΑ 16

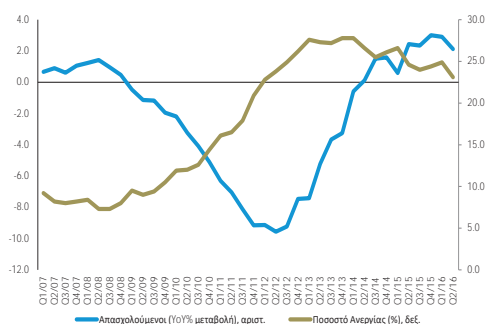
Πραγματικό ΑΕΠ (% ρυθμός μεταβολής)



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 17

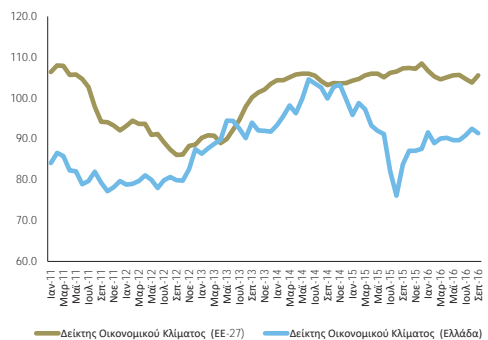
Απασχόληση & Ποσοστό Ανεργίας



Πηγή: ΕΛΣΤΑΤ | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 18

Δείκτης Οικονομικού Κλίματος



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή-DG ECFIN | Οικονομική Ανάλυση



03

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Το επενδυτικό περιβάλλον θα παραμείνει ευάλωτο σε πτωτικά ρίσκα, γι' αυτό διατηρούμε χαμηλό beta στα χαρτοφυλάκια, το οποίο αντισταθμίζουμε διατηρώντας υψηλό tracking error μέσω τακτικών τοποθετήσεων σε θεματικές ιδέες.

- Παρά την επιτάχυνση της οικονομικής δραστηριότητας σε ΗΠΑ και Κίνα το Β' εξάμηνο του έτους, η οποία σε μεγάλο βαθμό είναι αποτέλεσμα της υποτονικής ανάπτυξης του Α' εξαμήνου, **η παγκόσμια οικονομία θα παραμείνει το επόμενο έτος σε χαμηλούς ρυθμούς ανάπτυξης.**
- Για το 2017 οι εκτιμήσεις μας αποτυπώνουν μία παγκόσμια οικονομία που αδυνατεί να ανεβάσει ταχύτητα. Η οικονομία των ΗΠΑ θα επιταχύνει από το απογοητευτικό 1,5% του 2016 στο καθόλου εντυπωσιακό 1,9%, η Ευρωζώνη και το Η.Β. θα έρθουν αντιμέτωπες με τις επιπτώσεις των πολιτικών τους επιλογών και θα επιβραδύνουν στο 1,1% και 0,9% αντίστοιχα, ενώ η Κίνα θα προσπαθήσει, για μία ακόμη χρονιά, να επιβραδύνει χωρίς να εκτροχιαστεί.
- **Οι νομισματικές πολιτικές θα παραμείνουν χαλαρές και θα συνεχίσουν να προσφέρουν μαξιλάρι ασφαλείας** στις επενδυτικές αξίες για το επόμενο διάστημα. Το τελευταίο τρίμηνο του έτους υπολογίζεται ότι οι μεγάλες κεντρικές τράπεζες (ΕΚΤ, ΒοJ, ΒοΕ) θα αγοράσουν αξιόγραφα άνω των 500 δισ. δολαρίων, το μεγαλύτερο ποσό από τη λήξη του QE της Fed. Ωστόσο, με \$14,6 τρισ. ομόλογα (33% του συνόλου) να διαπραγματεύονται με αρνητικά επιτόκια και \$24,6 τρισ. αξίες συνολικά στα χέρια των κεντρικών τραπεζών, τα εργαλεία που μπορούν να χρησιμοποιήσουν οι αξιωματούχοι λιγοστεύουν. Ήδη η συζήτηση έχει ενταθεί στο εσωτερικό της ΒοJ και της ΕΚΤ για εναλλακτικές μεθόδους αύξησης του πληθωρισμού και τόνωσης της οικονομίας, γεγονός που επιβεβαιώνει τα όρια της αποτελεσματικότητας της πολιτικής των αρνητικών επιτοκίων. **Περιμένουμε αυξημένη μεταβλητότητα στις επιτοκιακές αγορές, η οποία θα μεταδοθεί και στις μετοχικές αγορές.**
- **Μεγάλο πονοκέφαλο για τους επενδυτές θα συνεχίσει να αποτελεί η χαμηλή παραγωγική δυναμικότητα της αμερικανικής οικονομίας.** Η παραγωγικότητα της εργασίας στις ΗΠΑ συρρικνώνεται για τρία διαδοχικά τρίμηνα, γεγονός που ιστορικά συνοδεύεται από πτωτικούς ή χαμηλούς ρυθμούς αύξησης των μισθών. Ταυτόχρονα, οι επιχειρήσεις επενδύουν όλο και λιγότερο σε νέα επιχειρηματικά σχέδια και στην ανανέωση του μηχανολογικού και τεχνολογικού τους εξοπλισμού, όπως φαίνεται από τη στασιμότητα του ρυθμού αύξησης των κεφαλαιουχικών δαπανών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

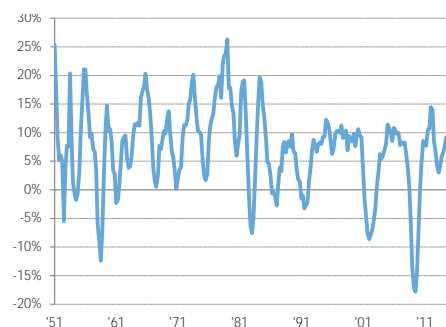
Οικονομικές Προβλέψεις

	ΑΕΠ		Πληθωρισμός	
	2016	2017	2016	2017
ΗΠΑ	1,5	1,9	1,1	1,8
Ευρωζώνη	1,5	1,1	0,1	1,1
Ην. Βασίλειο	1,9	0,9	0,7	2,0
Ιαπωνία	0,6	0,8	-0,2	0,5
Κίνα	6,6	6,2	2,1	2,3
Ρωσία	-0,8	1,1	7,2	5

Πηγή: Bloomberg | Οικονομική Ανάλυση

ΓΡΑΦΗΜΑ 19

Επενδύσεις σε Πάγια (εκτός κατοικιών)
Στοιχεία (YoY %)

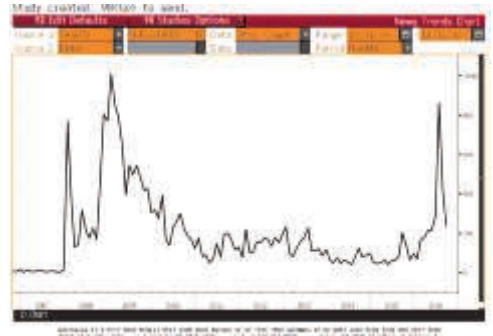


Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

- Το κενό αυτό θα κληθεί αργά ή γρήγορα να το καλύψει το κράτος μέσω αύξησης των δημοσιονομικών δαπανών. Αν και το υψηλό χρέος δυσχεραίνει την απόφαση αυτή, **το 2017 είναι πιθανό να είναι έτος επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής**. Οι προσδοκίες είναι ήδη αυξημένες, όπως φαίνεται και από τις αναφορές στον Τύπο, οι οποίες ανήλθαν τον Ιούλιο στον υψηλότερο αριθμό από το 2009, εν μέρει, λόγω και της βαρύτητας που έχουν δώσει στη συγκεκριμένη πολιτική και οι δύο διεκδικητές του προεδρικού αξιώματος στις ΗΠΑ.
- Στο σκέλος των επιχειρήσεων, η κερδοφορία του S&P500 αναμένουμε να επιστρέψει σε οριακά θετικό ρυθμό το Γ' τρίμηνο, μετά από πτώση για τέσσερα συνεχόμενα τρίμηνα. Ωστόσο, **για το 2017 οι εκτιμήσεις είναι υπερβολικά αισιόδοξες** και συγκλίνουν σε αύξηση της κερδοφορίας και των πωλήσεων του S&P500 13% και 7%, παρόλο που η οικονομία αναμένεται να αναπτυχθεί με ρυθμό μόλις 1,9% και ο πληθωρισμός 1,8%.
- Στο πλαίσιο αυτό, η διαφοροποίηση της κερδοφορίας των εταιρειών του S&P500 σε όρους καθαρής κερδοφορίας από τα κέρδη ανά μετοχή διευρύνεται, καταδεικνύοντας ότι **οι επιχειρήσεις διατηρούν τεχνητά τα επίπεδα κερδοφορίας τους**.
- **Σε τροχιά επιδείνωσης κινούνται και αρκετοί δείκτες ισολογισμού των εταιρειών**. Η μόχλευση των εταιρειών του S&P500 έχει αυξηθεί στο υψηλότερο επίπεδο από το 2008, ενώ αν εξαιρέσουμε τον κλάδο της τεχνολογίας, η ρευστότητα διαμορφώνεται στο χαμηλότερο επίπεδο της τελευταίας τριετίας. Οι παράγοντες αυτοί σε συνδυασμό με την αναμενόμενη αύξηση του κόστους δανεισμού για τις επιχειρήσεις αναμένεται να οδηγήσουν σε αύξηση των χρεοκοπιών.
- **Οι αποτιμήσεις των περισσότερων μετοχικών αγορών εξακολουθούν να διαπραγματεύονται υψηλότερα των ιστορικών μέσων όρων**, προεξοφλώντας ισχυρή ανάκαμψη της κερδοφορίας. Δεν συμμεριζόμαστε αυτή την αισιοδοξία, θεωρώντας πιο πιθανό οι τιμές να προσεγγίσουν χαμηλότερα επίπεδα, παρά τα κέρδη να αναθεωρηθούν υψηλότερα. Λαμβάνοντας υπόψη τα ιστορικά κέρδη και τον πληθωρισμό οι αποτιμήσεις του S&P500 (δείκτης CAPE) διαπραγματεύονται πάνω από μια τυπική απόκλιση υψηλότερα του ιστορικού μέσου όρου.
- Συμπερασματικά, **το επενδυτικό περιβάλλον θα παραμείνει ευάλωτο σε πτωτικά ρίσκα**, γι' αυτό διατηρούμε χαμηλό beta στα χαρτοφυλάκια, το οποίο αντισταθμίζουμε διατηρώντας υψηλό tracking error μέσω τακτικών τοποθετήσεων σε θεματικές ιδέες (μικρή κεφαλαιοποίηση ΗΠΑ, Ρωσία, κλάδοι Τεχνολογίας και Υγείας).

ΓΡΑΦΗΜΑ 20

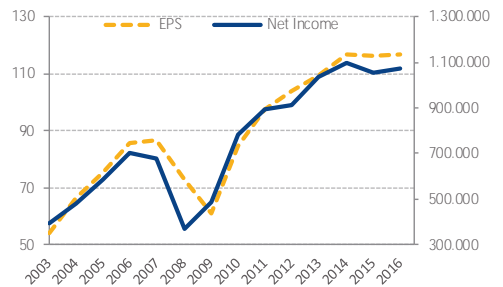
Αριθμός εμφανίσεων άρθρων με θέμα "Fiscal Policy"



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 21

S&P500 Net Income & EPS



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 22

Case Shiller PE για τον S&P500



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

- Στις επιμέρους μετοχικές αγορές είμαστε **υπερεπενδεδυμένοι στις αναδυόμενες αγορές**, καθώς οι οικονομίες τους εμφανίζουν καλύτερη δυναμική σε σχέση με τις αναπτυγμένες οικονομίες, συνδυάζουν χαμηλές αποτιμήσεις και βελτίωση της δυναμικής της κερδοφορίας τους. **Στις μετοχές ΗΠΑ και Ιαπωνίας διατηρούμε ουδέτερη θέση**, λόγω της πιο σταθερής οικονομικής ανάπτυξης και του μεγαλύτερου βάθους της αγοράς στην πρώτη περίπτωση, και λόγω της βελτίωσης των εταιρικών δεικτών αποδοτικότητας στη δεύτερη.
- **Εστιάζουμε στην ποιότητα των ισολογισμών** γι' αυτό προτιμούμε εταιρικά ομόλογα υψηλής διαβάθμισης ΗΠΑ και είμαστε υποεπενδεδυμένοι στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στα ομόλογα αναδυόμενων αγορών για να εκμεταλλευτούμε τα υψηλότερα spreads, αναγνωρίζοντας ότι τα πτωτικά ρίσκα έχουν αυξηθεί.
- **Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Γερμανίας**, καθώς δεν αποζημιώνουν για το ρίσκο διάρκειας και δεν προσφέρουν επαρκή διαφοροποίηση στα τρέχοντα επίπεδα.
- Στα εμπορεύματα **υποβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό** σε ουδέτερη, καθώς οι κερδοσκοπικές θέσεις βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά αλλά έχουν σταματήσει να αυξάνονται, ενώ στα τρέχοντα επίπεδα υπολογίζουμε ότι οι τιμές δεν έχουν ενσωματώσει την ενίσχυση του δολαρίου από το 2014. Λόγω αυξημένων γεωπολιτικών κινδύνων δεν μειώνουμε περαιτέρω την θέση μας σε υποεπενδεδυμένη.
- **Στο πετρέλαιο περιμένουμε η κίνηση σε ευρώ να συνεχιστεί**, ωστόσο σε υψηλότερα επίπεδα από το προηγούμενο διάστημα, καθώς τα θεμελιώδη βελτιώνονται κυρίως από την πλευρά της ζήτησης και η τεχνική εικόνα παραμένει θετική.
- **Στο συνάλλαγμα διατηρούμε τη θέση μας υπέρ του δολαρίου στην ισοτιμία EURUSD**, καθώς θεωρούμε ότι το ρίσκο για το ευρώ παραμένει αυξημένο (Brexit, πολιτική αβεβαιότητα, εξασθένιση δυναμικής ανάπτυξης). **Περιμένουμε το USDJPY να ανατιμηθεί προς το 110**, λόγω επεκτατικής νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής. Τέλος, εκτιμούμε ότι **η ισοτιμία EURGBP θα συνεχίσει να κινείται ανοδικά**, ωστόσο εκμεταλλευόμαστε την άνοδο για αγορά στερλίνια από EUR με μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

Επενδυτικές θέσεις

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

Πηγή: Επενδυτική Στρατηγική

04 ΟΜΟΛΟΓΑ

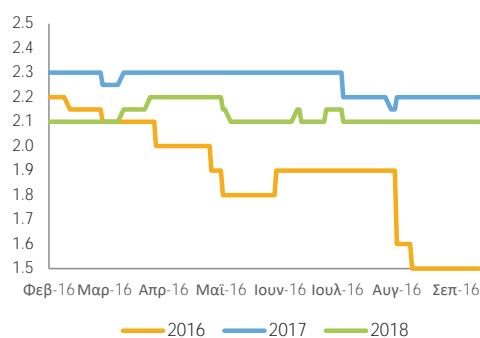
Αναμένουμε οι μακροπρόθεσμες αποδόσεις των ομολόγων ΗΠΑ να κινηθούν ήπια ανοδικά. Τα αρνητικά επιτόκια στα γερμανικά bunds θα διατηρηθούν. Προτιμούμε τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης εκδοτών ΗΠΑ, ενώ βρίσκουμε ευκαιρίες στα ομόλογα αναδυομένων οικονομιών.

4.1 Κρατικά Ομόλογα: Η επεκτατική νομισματική πολιτική και οι χαμηλές πληθωριστικές προσδοκίες θα περιορίσουν τις ανοδικές τάσεις των επιτοκίων.

- Οι αποδόσεις στη λήξη των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ και Γερμανίας το Γ' τρίμηνο ανέκαμψαν από τα ιστορικά χαμηλά επίπεδα (1,3180% και -0,205%) και έκλεισαν στο 1,60% και -0,10% αντίστοιχα. Η βελτίωση των προπορευόμενων οικονομικών δεικτών, οι εκτιμήσεις για άνοδο του πληθωρισμού και η διάθεση για ανάληψη ρίσκου οδήγησαν τα επιτόκια υψηλότερα.
- Για το επόμενο εξάμηνο περιμένουμε τα επιτόκια της αμερικανικής 10ετίας να κινηθούν υψηλότερα, λόγω αύξησης του πληθωρισμού, σχετικής επιτάχυνσης της αμερικανικής οικονομίας και μείωσης των τοποθετήσεων από επενδυτές. Ωστόσο, η ανοδική κίνηση θα είναι περιορισμένη - το άνω εύρος της κίνησης μάλλον ορίζεται από τη, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, δίκαιη τιμή του 2,2% - καθώς η ανάπτυξη θα παραμείνει υποτονική, η νομισματική πολιτική της Fed χαλαρή και οι αβεβαιότητες των επενδυτών πολλές.
- Η ανάπτυξη στις ΗΠΑ αναμένουμε να επιταχυνθεί το Β' μισό του έτους από τον πολύ υποτονικό ρυθμό του Α' εξαμήνου. Παρά την επιτάχυνση, ωστόσο, το 2016 η αμερικανική οικονομία θα αναπτυχθεί με ρυθμό 1,5%, ο οποίος θα είναι ο χαμηλότερος από τη Μεγάλη Ύφεση του 2008-2009. Για το 2017 η ανάπτυξη θα διαμορφωθεί μόλις στο 1,9% (εκτιμήσεις Οικονομικής Ανάλυσης). Στο ίδιο μήκος κύματος, οι συγκλίνουσες εκτιμήσεις των αναλυτών για την ανάπτυξη της αμερικανικής οικονομίας αναθεωρήθηκαν πτωτικά στη διάρκεια του Γ' τριμήνου όχι μόνο για το 2016, αλλά και για τα επόμενα δύο χρόνια.

ΓΡΑΦΗΜΑ 23

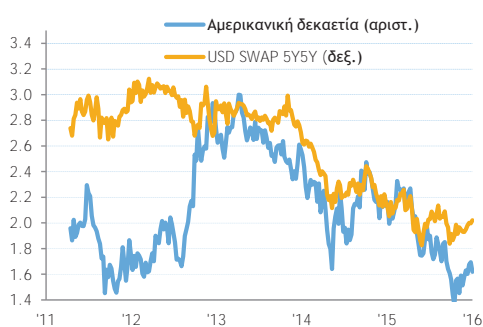
Συγκλίνουσες εκτιμήσεις αναλυτών για ΑΕΠ ΗΠΑ



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 24

Αποδόσεις 10ετίας ΗΠΑ & Πληθωριστικές προσδοκίες ΗΠΑ



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

- Τη διατήρηση των χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης επιβεβαίωσε και η Fed στη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου, όπου υποβάθμισε τις εκτιμήσεις της για την ανάπτυξη και τα επιτόκια τα επόμενα χρόνια. Από την άλλη βέβαια η **πρόεδρος της Fed άφησε ανοιχτό το ενδεχόμενο αύξησης των επιτοκίων τον Δεκέμβριο, γεγονός που θα διατηρήσει το κοντινό μέρος της καμπύλης κοντά στα τρέχοντα επίπεδα.**
- Ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ κινήθηκε ανοδικά το προηγούμενο τρίμηνο, γεγονός που αποτυπώθηκε και στις πληθωριστικές προσδοκίες. **Εκτιμούμε ότι ο πληθωρισμός θα συνεχίσει να κινείται ανοδικά προς τον στόχο της Fed (2,0%), δημιουργώντας πιέσεις στις πληθωριστικές προσδοκίες και στα μακροχρόνια επιτόκια.**
- Παρά την άνοδο των επιτοκίων το Γ' τρίμηνο, οι αποδόσεις στη λήξη παραμένουν κοντά σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. **Ωστόσο, η αντίσταση στο επίπεδο του 1,75% κατά την πρόσφατη άνοδο είναι ισχυρή. Μεσοπρόθεσμα η 10ετία θα πρέπει να κινηθεί πάνω από τον κμο 50 εβδομάδων (1,85%) για να σηματοδοτήσει αντιστροφή της μακροπρόθεσμης πτωτικής τάσης.**
- Οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα ΗΠΑ υποχωρούν από τα ιστορικά υψηλά επίπεδα με επιταχυνόμενο ρυθμό. Οι επενδύσεις ξένων επενδυτών του επίσημου τομέα σε US Treasuries κατέγραψαν ιστορικό υψηλό τον Αύγουστο του 2014 και έκτοτε υποχωρούν. **Οι ρευστοποιήσεις επιταχύνθηκαν από τον περασμένο Μάιο, γεγονός που αποδίδεται σε μεγάλο βαθμό στις ρευστοποιήσεις από την Κίνα, πιθανόν στην προσπάθειά της να σταματήσει την υποτίμηση του γουάν.** Αρνητικές ενδείξεις παρουσιάζουν και οι κερδοσκοπικές θέσεις σε US Treasuries, οι οποίες βρίσκονται στα υψηλότερα επίπεδα από το 2012.
- Με αυτά τα δεδομένα, η κλίση της καμπύλης των αμερικανικών επιτοκίων θα γίνει περισσότερο απότομη (steepening).
- Παραμένουμε υποεπενδυμένοι στα αμερικανικά κρατικά ομόλογα. Σε αυτά τα επίπεδα, σταθμίζοντας τον κίνδυνο της διάρκειας, οι αποδόσεις στη λήξη δεν είναι ελκυστικές.
- Στην Ευρωζώνη, ο συνδυασμός χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού με την προοπτική περισσότερης χαλάρωσης από την ΕΚΤ εν μέσω πολιτικής αβεβαιότητας δικαιολογεί διατήρηση των αρνητικών επιτοκίων στη γερμανική 10ετία.
- Η οικονομία της Ευρωζώνης σημείωσε σημαντική επιβράδυνση κατά τη διάρκεια του Β' τριμήνου, ενώ οι πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες σηματοδοτούν ότι η επιβράδυνση πιθανόν θα επεκταθεί και στο 2017. Για το 2016 η ανάπτυξη θα διαμορφωθεί στο 1,5% και θα επιβραδυνθεί περαιτέρω το 2017 στο 1,1% (εκτίμηση Οικονομικής Ανάλυσης).
- Ο πληθωρισμός της Ευρωζώνης ανακάμπτει σταδιακά και εκτιμούμε ότι θα προσεγγίσει το 1,0% το Α' τρίμηνο του 2017. Ωστόσο, το επίπεδο του πληθωρισμού θα παραμείνει σε πολύ χαμηλά επίπεδα σε σχέση με τον στόχο της ΕΚΤ, ενώ και οι πληθωριστικές προσδοκίες (5y5y Inflation Swap) θα παραμείνουν υποτονικές λόγω των χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης και της υποτονικής πιστωτικής επέκτασης.
- Παρόλο που η ΕΚΤ απέφυγε στη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου να σηματοδοτήσει επέκταση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, **ωστόσο, η προοπτική αυτή είναι τιμολογημένη στα τρέχοντα επίπεδα, ενώ το ενδεχόμενο περιορισμού των αγορών ομολόγων στο πλαίσιο ενός άλλου μείγματος νομισματικής πολιτικής θα αποτελούσε μεγάλη έκπληξη και θα οδηγούσε τα μακροχρόνια επιτόκια σημαντικά υψηλότερα.**

ΓΡΑΦΗΜΑ 25

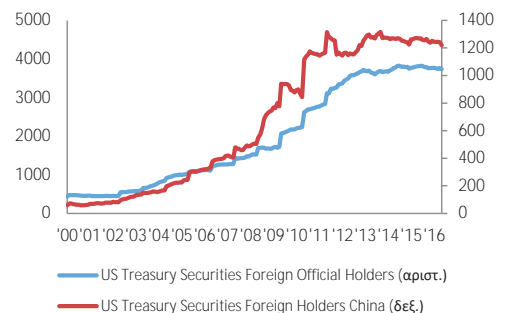
Επιτόκιο 10yr US Treasury και κμο 50 εβδομάδων



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 26

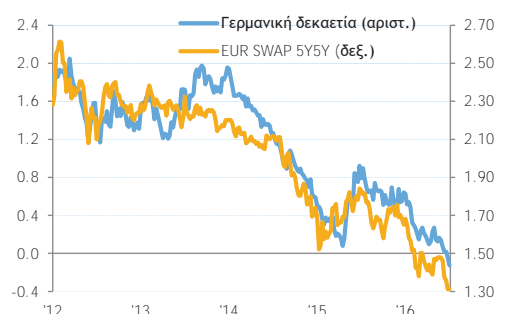
Επενδύσεις σε US Treasuries (επίσημος τομέας και Κίνα)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 27

Αποδόσεις 10ετίας Γερμανίας & Πληθωριστικές προσδοκίες EZ



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

- Η πολιτική αβεβαιότητα στην Ευρωζώνη θα παραμείνει έντονη. Η πιθανή υποβάθμιση της πιστωτικής διαβάθμισης της Πορτογαλίας την 21η Οκτωβρίου, το δημοψήφισμα στην Ιταλία στις 4 Δεκεμβρίου, οι επερχόμενες εκλογές σε Γαλλία, Γερμανία, Ολλανδία και Νορβηγία, το 2017 θα κρατήσουν υψηλά τη ζήτηση για ασφαλή καταφύγια και θα περιορίσουν τις ανοδικές πιέσεις στο επιτόκιο της γερμανικής δεκαετίας.
- Παραμένουμε υποεπενδεδυμένοι στα γερμανικά κρατικά ομόλογα, καθώς πιστεύουμε πως στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις στη λήξη δεν αποζημιώνουν τους επενδυτές για τον κίνδυνο διάρκειας που εμπεριέχουν.

4.2 Ομόλογα περιφέρειας Ευρωζώνης: Υποεπενδεδυμένη Θέση

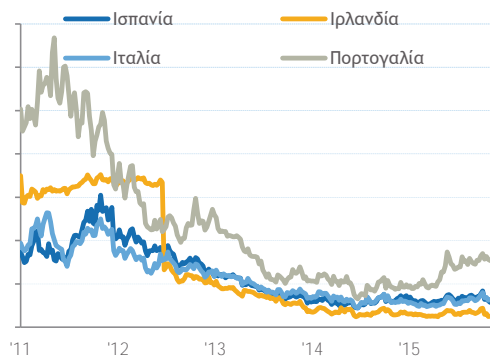
- Τα spreads των ομολόγων των περιφερειακών χωρών της Ευρωζώνης υποχώρησαν στη διάρκεια του Γ' τριμήνου, με εξαίρεση της Πορτογαλίας, τα οποία αυξήθηκαν για τρίτο συνεχόμενο τρίμηνο, λόγω της μεταρρυθμιστικής κόπωσης που παρουσιάζει η χώρα και των ανησυχιών για υποβάθμιση της πιστωτικής της διαβάθμισης, η οποία θα σημάνει την εξαίρεση των ομολόγων της από το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων της ΕΚΤ.
- Για το επόμενο διάστημα διατηρούμε την αρνητική άποψη για τα ομόλογα της περιφέρειας της Ευρωζώνης, καθώς οι προσδοκώμενες αποδόσεις είναι χαμηλές σε σχέση με τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.
- Η ύπαρξη ενός πρόθιμου αγοραστή (ΕΚΤ) για τα ομόλογα των περιφερειακών κρατών της Ευρωζώνης είναι ο βασικός τροφοδότης για την παραμονή των spreads στα σημερινά επίπεδα, καθώς τόσο σε οικονομικό, όσο και σε πολιτικό επίπεδο τα ρίσκα είναι αυξημένα.
- Αν, ωστόσο, ενταθούν οι ανησυχίες για τα όρια της αποτελεσματικότητας της νομισματικής πολιτικής, τα εν λόγω ομόλογα θα βρεθούν στο επίκεντρο των ανησυχιών.
- Οι χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης, σε συνδυασμό με τη σύσφιξη των χρηματοπιστωτικών συνθηκών, είναι πολύ πιθανόν να εντείνουν τις πιέσεις στον ευρωπαϊκό τραπεζικό κλάδο. Δεδομένης της αλληλεξάρτησης κρατών και τραπεζών, οι τριγμοί στον τραπεζικό κλάδο μπορεί να επηρεάσουν και το κόστος δανεισμού των κρατών.
- Τα γεγονότα που συσσωρεύονται το επόμενο εξάμηνο στην Ευρωζώνη (DBRS αξιολόγηση Πορτογαλίας, δημοψήφισμα Ιταλία, προεδρικές εκλογές στην Αυστρία, σχηματισμός κυβέρνησης στην Ισπανία) είναι πολύ πιθανόν να αυξήσουν το risk premium που ζητούν οι επενδυτές για να επενδύσουν στα ομόλογα των χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης.

4.3 Ομόλογα αναδυομένων αγορών: Ουδέτερη Θέση

- Τα ομόλογα αναδυομένων αγορών συνέχισαν να καταγράφουν κέρδη το Γ' τρίμηνο και η θετική απόδοση από την αρχή του έτους διαμορφώνεται στο 14%, η υψηλότερη από το 2012.
- Το επιτοκιακό πλεονέκτημα των ομολόγων αναδυομένων αγορών έναντι των αναπτυγμένων διατηρείται αλλά έχει περιοριστεί σημαντικά και πλέον τα spreads των α.α. έχουν υποχωρήσει κάτω από τον μακροχρόνιο ιστορικό μέσο όρο.

ΓΡΑΦΗΜΑ 28

Spreads ομολόγων περιφέρειας Ευρωζώνης



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 29

Spreads ομολόγων αναδυομένων αγορών (δείκτης JPM EMBI)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

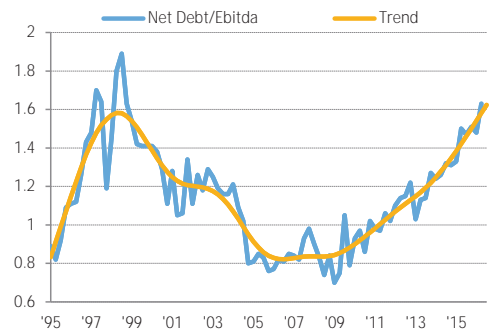
- Η Fed θα ακολουθήσει πολιτική ήπιας εξομάλυνσης της νομισματικής της πολιτικής, και κατ' επέκταση τα μακροχρόνια επιτόκια του δολαρίου θα κινηθούν λίγο ανοδικά. **Σε ένα περιβάλλον λίγο ανοδικών επιτοκίων δολαρίου το επιτοκιακό πλεονέκτημα που προσφέρουν τα ομόλογα α.α. μπορεί να αντισταθμίσει το duration risk.**
- Τα θεμελιώδη μεγέθη των ισολογισμών των εταιρειών στις αναδυόμενες αγορές παρουσιάζουν επιδείνωση. Ειδικά η **μόχλευση, όπως αποτυπώνεται από τον δείκτη Net Debt/ Ebitda έχει αυξηθεί στο υψηλότερο επίπεδο από το 1999.** Ωστόσο, η ρευστότητα των εταιρειών αυτών παραμένει σε ικανοποιητικά επίπεδα σε σχέση με την ιστορία τους.
- Η εισροή κεφαλαίων στα ομόλογα αναδυομένων αγορών ήταν πολύ ισχυρή το προηγούμενο τρίμηνο (**καθαρές εισροές σε αμοιβαία κεφάλαια για 14 συνεχόμενες εβδομάδες**). Ενδεχόμενη διάχυση, ωστόσο, της κρίσης στο τραπεζικό σύστημα της Ευρωζώνης ή νέος γύρος εκροών κεφαλαίων από την Κίνα θα επαναφέρει τις ανησυχίες για την παγκόσμια οικονομία και θα αναστρέψει την πορεία των ροών.
- **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις αναδυόμενες αγορές,** καθώς οι προσδοκώμενες αποδόσεις παραμένουν ελκυστικές στο περιβάλλον χαμηλών αποδόσεων. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα ο βασικός κίνδυνος εμφανίζεται στα επίπεδα χρέους των αναδυομένων οικονομιών τα οποία, αν και σε χαμηλότερα επίπεδα από εκείνα των αναπτυγμένων, έχουν αυξηθεί σημαντικά τα τελευταία χρόνια, ιδιαίτερα στον ιδιωτικό τομέα. **Συνεχίζουμε να προτιμούμε να είμαστε τοποθετημένοι σε επενδύσεις σε ξένο νόμισμα.**

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

- Τα εταιρικά ομόλογα ενισχύθηκαν στη διάρκεια του Γ' τριμήνου. Σύμφωνα με τους δείκτες της Merrill Lynch, τα spreads των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης στην Ευρώπη υποχώρησαν οριακά περισσότερο έναντι των αντίστοιχων στις ΗΠΑ (21 μβ έναντι 19 μβ). Αντίθετα, τα spreads ομολόγων υψηλής απόδοσης στις ΗΠΑ υποχώρησαν περισσότερο έναντι των αντίστοιχων στην Ευρώπη (104 μβ έναντι 58 μβ).
- **Στις ΗΠΑ, οι δείκτες μόχλευσης και κάλυψης τόκων συνέχισαν να επιδεινώνονται για τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης.** Χρησιμοποιώντας ως δείγμα τις εταιρείες που προκύπτουν από τη διαδικασία του Piraus Bond Screening Model, ο δείκτης Net Debt / Ebitda διαμορφώνεται στο 1,74x, το υψηλότερο σημείο από το 2004 και 15% υψηλότερα από τον μέσο όρο 15ετίας. Ο δείκτης Interest Coverage διαμορφώνεται στο 10,3x, κοντά σε χαμηλά 6ετίας.
- **Το υψηλότερο spread ανταμείβει τον επενδυτή για την επιδείνωση των θεμελιωδών.** Το spread διαμορφώθηκε στο τέλος του τριμήνου στις 158 μβ και είναι 11% υψηλότερα από τον μέσο όρο της 15ετίας.

ΓΡΑΦΗΜΑ 30

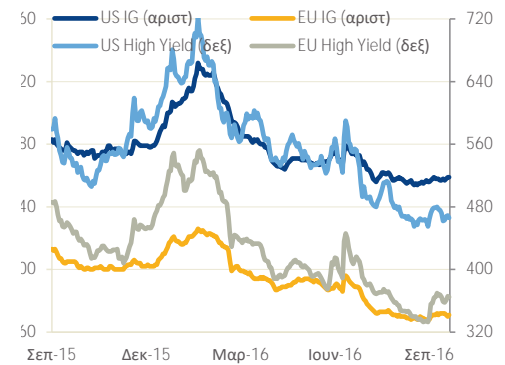
Μόχλευση εταιρειών MSCI EM



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 31

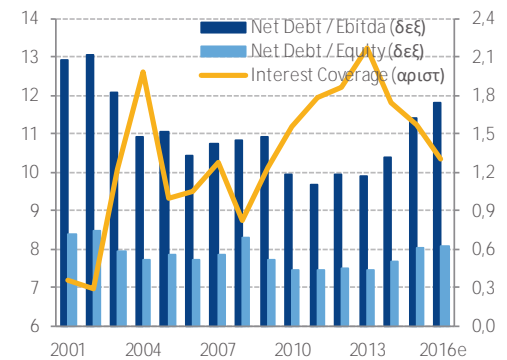
Δείκτες Merrill Lynch: Spreads



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 32

Δείκτες μόχλευσης για IG εταιρίες στις ΗΠΑ

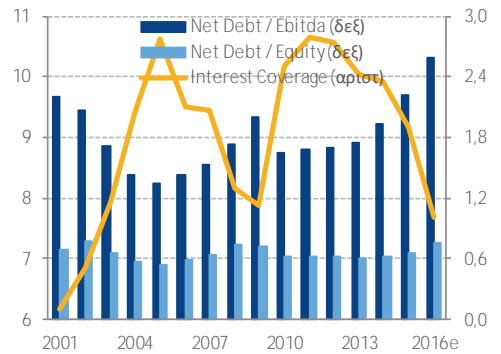


Πηγή: Bloomberg | FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

- Στην Ευρώπη (ως δείγμα είναι οι εταιρείες από το Piraeus Bond Screening Model), τα θεμελιώδη επιδεινώνονται με τη μόχλευση να πλησιάζει σε υψηλά 15ετία, ενώ την αντίστροφη πορεία ακολουθεί ο δείκτης κάλυψης, ο οποίος έχει υποχωρήσει στο χαμηλότερο σημείο από το 2003 (7,6x).
- Οι αποτιμήσεις για τα ομόλογα είναι υψηλές, απόρροια του QE της ΕΚΤ, το οποίο μειώνει την προσφορά και οδηγεί τους επενδυτές στην αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων. Η πολιτική της ΕΚΤ προσφέρει, εν μέρει, μαξιλάρι ασφαλείας για επιμέρους εταιρικές εκδόσεις μεγάλων εταιρειών, ωστόσο τα τρέχοντα επίπεδα προσφέρουν πολύ μικρό risk reward. Το spread διαμορφώνεται στις 72 μβ και είναι 25% χαμηλότερα από τον μέσο όρο 15ετίας.
- Στις ΗΠΑ, οι δείκτες μόχλευσης για τα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων δημιουργούν προβληματισμό, καθώς βρίσκονται στο υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας 15ετίας. Τα ταμειακά διαθέσιμα, ως ποσοστό προς το συνολικό χρέος, διαμορφώνονται στο 13%, το χαμηλότερο σημείο της 15ετίας.
- Το επίπεδο των spreads δεν αντιπροσωπεύει την επιδείνωση των θεμελιωδών μεγεθών, καθώς διαμορφώθηκε στο τέλος του τριμήνου στις 456 μβ, χαμηλότερα από τον μέσο όρο 15ετίας.
- Στην Ευρώπη, τα θεμελιώδη των εταιρειών υψηλών αποδόσεων είναι επιδεινούμενα, αλλά είναι σε καλύτερα επίπεδα έναντι των αντίστοιχων στις ΗΠΑ. Οι δείκτες μόχλευσης είναι σε χαμηλότερα επίπεδα έναντι αυτών στις ΗΠΑ ενώ τα ταμειακά διαθέσιμα ως ποσοστό προς το συνολικό χρέος διαμορφώνονται στο 32%, στο χαμηλότερο επίπεδο στην 7ετία. Τα spreads διαμορφώνονται στις 362 μβ, 25% χαμηλότερα από τον μέσο όρο 15ετίας.
- Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων, καθώς οι τρέχουσες αποτιμήσεις είναι ακριβές και δεν απεικονίζουν τον αναλαμβανόμενο κίνδυνο.

ΓΡΑΦΗΜΑ 33

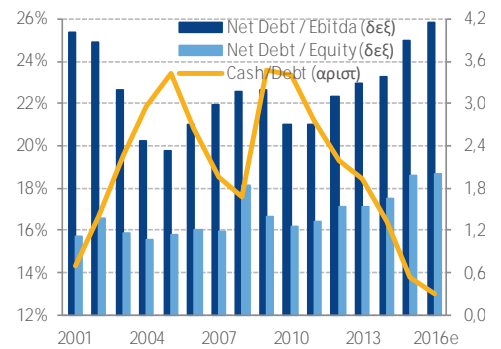
Δείκτες μόχλευσης για IG εταιρίες στην Ευρώπη



Πηγή: Bloomberg | FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 34

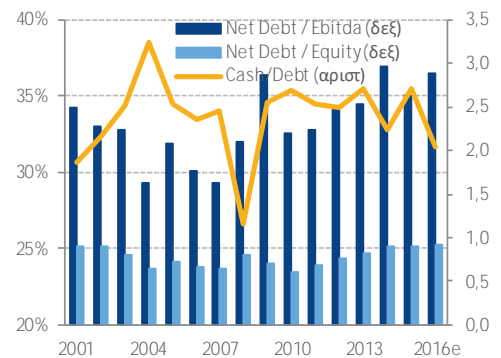
Μόχλευση και ρευστότητα για non IG εταιρίες στις ΗΠΑ



Πηγή: Bloomberg | FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 35

Μόχλευση και ρευστότητα για non IG εταιρίες



Πηγή: Bloomberg | FactSet | Επενδυτική Στρατηγική



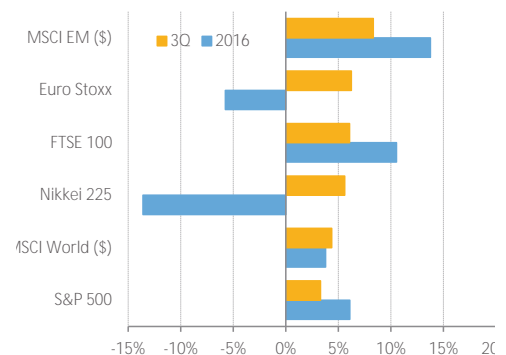
05 ΜΕΤΟΧΕΣ

Η αβεβαιότητα παραμένει καθώς η αγορά δεν έχει προεξοφλήσει το Brexit, οι τράπεζες στην Ευρωζώνη προβληματίζονται για την κεφαλαιακή τους επάρκεια, οι οικονομίες επιβραδύνονται, η κερδοφορία υποχωρεί ενώ στα παραπάνω προστίθεται ένας ακόμη παράγοντας. Οι εκλογές στις ΗΠΑ. Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση.

- Ο πανικός και η έντονη μεταβλητότητα στις αγορές μετά την απόφαση για Brexit οδήγησαν τις κεντρικές τράπεζες σε ηπιότερη ρητορική και σε συνδυασμό με τα βελτιωμένα οικονομικά στοιχεία ενίσχυσαν τη αισιοδοξία για την πορεία της παγκόσμιας οικονομίας, ενώ τα καλύτερα των εκτιμήσεων αποτελέσματα τριμήνου στις ΗΠΑ διατήρησαν το θετικό κλίμα. Στη διάρκεια του Σεπτεμβρίου, η μεταβλητότητα ενισχύθηκε, καθώς το ενδεχόμενο για αύξηση επιτοκίων από την Fed έγινε πιο πιθανό, η κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών στην Ευρωζώνη προβληματίζει, ενώ δεν προεξοφλείται το απρόβλεπτο αποτέλεσμα στις προεδρικές εκλογές στις ΗΠΑ.
- Οι κυριότερες μετοχικές αγορές ενισχύθηκαν το Γ' τρίμηνο, με τις αναδυόμενες αγορές να έχουν τα υψηλότερα κέρδη και τον S&P500 να υστερεί έναντι των υπολοίπων.
- Με τη δυναμική της επιτάχυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ να τελεί **υπό αμφισβήτηση**, μετά τις αρνητικές εκπλήξεις του Αυγούστου και την αβεβαιότητα για τις επιπτώσεις του Brexit να επιβαρύνουν τη δυναμική της ευρωπαϊκής οικονομίας, η παγκόσμια οικονομία αδυνατεί να επιταχύνει.
- Η **χορήγηση ρευστότητας** από τις κεντρικές τράπεζες αναμένεται να φθάσει σε επίπεδα ρεκόρ στο Δ' τρίμηνο, ωστόσο πλησιάζει τα όρια της, καθώς αρχίζει να αμφισβητείται η αποτελεσματικότητά της. Η Fed έχει μπει σε φάση εξομάλυνσης της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής, ενώ στην Βοή και την ΕΚΤ υπάρχει προβληματισμός σχετικά με τις επιπτώσεις των αρνητικών επιτοκίων στην οικονομία.
- Οι εκλογές στις ΗΠΑ επιφέρουν **αυξημένο βαθμό αβεβαιότητας** ενώ οι πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη επηρεάζουν τη συνοχή της ευρύτερης περιοχής.
- Οι εκτιμήσεις για το EPS του 2017 δείχνουν σημάδια σταθεροποίησης μετά από διάστημα πτωτικών αναθεωρήσεων, ιδιαίτερα σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη, ενώ η εικόνα βελτιώνεται στις αναδυόμενες αγορές. **Οι πιέσεις στην εταιρική κερδοφορία στις ΗΠΑ θα συνεχιστούν**, λαμβάνοντας υπόψη τις εκτιμήσεις στατιστικού μοντέλου που χρησιμοποιεί πρόδρομους βιομηχανικούς δείκτες και

ΓΡΑΦΗΜΑ 36

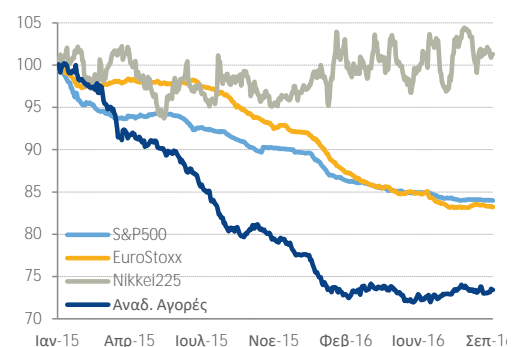
Αποδόσεις κυριότερων μετοχικών αγορών στο Γ' τρίμηνο



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 37

Πορεία εκτιμήσεων για EPS17 κύριων αγορών (rebased 2015)



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

μακροχρόνια επιτόκια ενώ αντίστοιχη εικόνα αναμένεται στην Ευρωζώνη με την ενσωμάτωση των συνεπειών του Brexit.

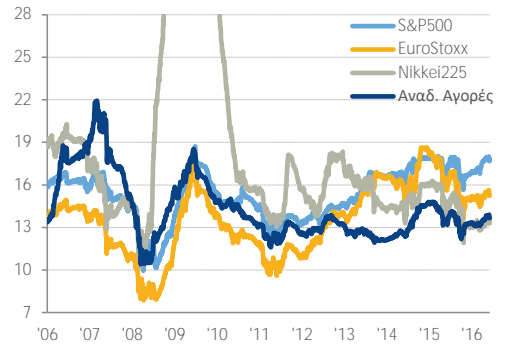
- Οι αποτιμήσεις στις αναπτυσσόμενες αγορές είναι ακριβές με τον S&P500 να διαπραγματεύεται με premium περί του 15% έναντι του μέσου όρου 10ετίας σε όρους Last12m P/E και Last12m P/BV. Αντίστοιχη εικόνα σε όρους P/E παρουσιάζει ο Euro Stoxx ενώ οι αναδυόμενες αγορές και η Ιαπωνία είναι πιο ελκυστικές σε επίπεδο αποτιμήσεων.
- Σε αντίστοιχα συμπεράσματα καταλήγουμε εάν χρησιμοποιήσουμε στατιστικό μοντέλο με μεταβλητές τον δείκτη ταχύτητας κυκλοφορίας χρήματος, την κλίση καμπύλης των επιτοκίων, την 5ετή μεταβολή αποδόσεων υψηλής απόδοσης εταιρικών ομολόγων (Moody's BAA) και την 3ετή απόδοση της σταθμισμένης ως προς τις εμπορικές συναλλαγές συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου. Σύμφωνα με αυτό, το fair P/E είναι 13,5x.
- Η τεχνική εικόνα είναι θετική, ωστόσο η μετοχική αγορά βρίσκεται σε αναζήτηση τάσης, γεγονός που δημιουργεί επιφυλακτικότητα στα τρέχοντα υψηλά επίπεδα. Παράλληλα, το επενδυτικό κλίμα (σύμφωνα με τον δείκτη AAll Index (Bull - Bears) έχει αρχίσει να επιδεινώνεται.
- Με τη μεταβλητότητα στις μετοχικές αγορές να αυξάνεται, η διασπορά τοποθετήσεων σε επιμέρους γεωγραφικές περιοχές και κλάδους για την αναζήτηση alpha περιορίζει τη μεταβλητότητα του χαρτοφυλακίου.
- Το ρίσκο στις μετοχικές αγορές παραμένει αυξημένο και διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στις μετοχές.
- Στον σχετικό πίνακα παρατίθενται συγκεντρωτικά οι εκτιμήσεις για τις κυριότερες αγορές το 2017. Οι τρέχουσες εκτιμήσεις συγκλίνουν σε αύξηση EPS 13% για τον S&P500, 12% για EuroStoxx και αναδυόμενες αγορές, ενώ στην Ιαπωνία οι προσδοκίες συγκλίνουν στο 9%.

5.1 ΗΠΑ: Ουδέτερη θέση

- Οι εξελίξεις στις ΗΠΑ το επόμενο διάστημα σε πολιτικό (προεδρικές εκλογές), μάκρο (Fed) και μικρο (αποτελέσματα Γ' τριμήνου) επίπεδο είναι ιδιαίτερα κομβικές και θα καθορίσουν τη μετέπειτα πορεία των μετοχών παγκοσμίως.
- Η αμφίροπη μάχη μεταξύ των υποψηφίων προέδρων αυξάνει τη μεταβλητότητα στη μετοχική αγορά, καθώς το διαφορετικό μείγμα οικονομικής πολιτικής που προτίθεται να ακολουθήσουν επηρεάζει την επενδυτική κοινότητα.
- Η υιοθέτηση ηπιότερης επιτοκιακής πολιτικής από την Fed και η χαρτογράφηση των μελλοντικών προθέσεων της βοηθούν στον περιορισμό της αβεβαιότητας.
- Τα αποτελέσματα Γ' τριμήνου είναι ιδιαίτερα κομβικά, καθώς θα σηματοδοτήσουν συνέχιση της ύφεσης ή ανάκαμψη της εταιρικής κερδοφορίας. Οι εκτιμήσεις συγκλίνουν σε οριακή υποχώρηση του EPS (-0,5%), ωστόσο με δεδομένο ότι τα αποτελέσματα που έχουν ανακοινωθεί τα τελευταία τρίμηνα ξεπερνούν τις προσδοκίες της αγοράς, θα αναμέναμε την επάνοδο σε θετικό πρόσημο. Εάν όμως διαμορφωθούν σε αρνητικό πρόσημο, η μετοχική αγορά θα δεχθεί σημαντικές πιέσεις.
- Η πολιτική των εταιρειών ως προς τους μετόχους ήταν λιγότερο φιλική στο Β' τρίμηνο σε σχέση με το παρελθόν, καθώς οι επαναγορές ιδίων μετοχών και τα μερίσματα μειώθηκαν κατά 14% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, την υψηλότερη πτώση (τ/τ) στην 5ετία. Οι εταιρικές ανακοινώσεις για επαναγορές ιδίων μετοχών προοδεύουν για περαιτέρω μείωση.

ΓΡΑΦΗΜΑ 38

Last12m P/E κυριότερων αγορών



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΠΙΝΑΚΑΣ 5

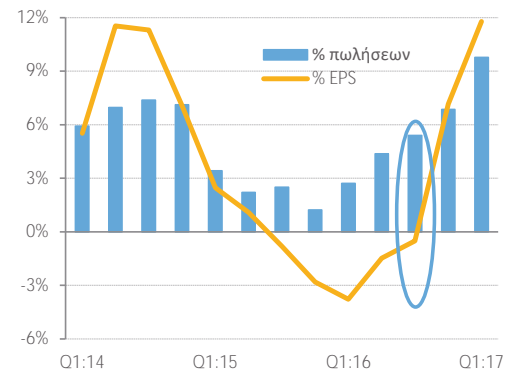
Εκτιμήσεις για κύριες αγορές το 2017

	μτβ % πωλ. EPS μερ.			P/E	P/ BV	D/Y	EV/ Ebitda	ROE	N.Debt /Ebitda
S&P 500	7%	13%	7%	18,4	4,2	2,1%	10,8	22%	0,84
Euro stoxx	5%	12%	7%	16,0	2,3	3,6%	8,8	14%	0,84
Nikkei 225	3%	9%	7%	13,7	1,3	2,7%	8,0	10%	1,27
FTSE 100	8%	29%	6%	16,4	3,5	4,1%	10,1	21%	1,49
Em. Mar-	9%	12%	13%	14,9	2,2	3,0%	9,4	15%	0,68

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 39

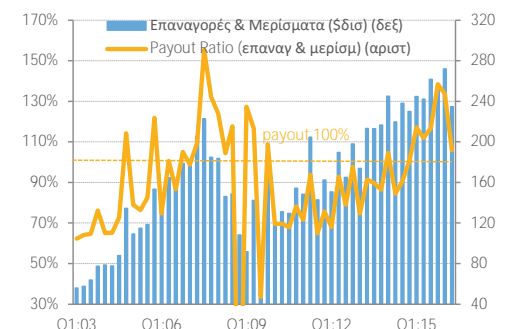
Πορεία EPS & πωλήσεων ανά 3μηνο (€/€) για S&P500



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 40

S&P500: Επαναγορές & μερίσματα ως προς σύνολο κερδών



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική



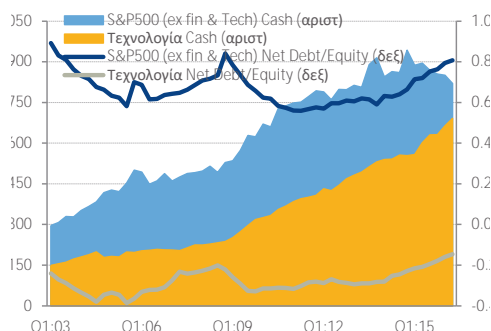
- Το χαμηλό κόστος δανεισμού συνέβαλε ώστε το ποσό που έχει διατεθεί προς όφελος των μετόχων τα τελευταία χρόνια να ξεπερνά τα καθαρά κέρδη. Η νομισματική πολιτική της Fed και η πορεία της κερδοφορίας θα καθορίσει **εάν θα διατηρηθεί η τρέχουσα φιλική πολιτική προς τους μετόχους**.
- Τα ταμειακά διαθέσιμα παραμένουν κοντά σε ιστορικά υψηλά για τον S&P500 (ex fin) λόγω του κλάδου της τεχνολογίας. Εάν εξαιρεθεί η τεχνολογία, τα ταμειακά διαθέσιμα στους υπόλοιπους κλάδους **διαμορφώνονται στο χαμηλότερο σημείο της τελευταίας ζετίας**.
- **Οι δείκτες μόχλευσης επιδεινώνονται** και είναι κοντά σε υψηλά 2008, ενώ το κόστος δανεισμού αυξάνεται.
- **Οι αποτιμήσεις δεν είναι φθηνές** και ξεπερνούν τους μέσους όρους 10ετίας, ενώ τα ίδια συμπεράσματα προκύπτουν εάν αντιπαραβάλουμε την κεφαλαιοποίηση των εταιρειών του S&P500 ως ποσοστό του ΑΕΠ.
- Η οικονομία των ΗΠΑ **έχει καλύτερη δυναμική** από τις υπόλοιπες κύριες ανεπτυγμένες αγορές και είναι λιγότερο ευάλωτη σε εξωγενείς παράγοντες.
- Η τεχνική εικόνα του S&P500 είναι καλύτερη σε σχέση με τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες αγορές, με τη μετοχική αγορά να έχει τη μεγαλύτερη διαφάνεια, με επαρκές βάθος και ισχυρή εμπορευσιμότητα.
- **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις ΗΠΑ.**

Κλάδοι: Υπερεπενδεδυμένη θέση σε Τεχνολογία-Υγεία, υποεπενδεδυμένη στις Πρώτες Ύλες

- Οι κλάδοι στις ΗΠΑ παρουσίασαν μεικτές τάσεις στο Γ' τρίμηνο, με τους κλάδους που σχετίζονται με την ανάπτυξη να ενισχύονται ενώ αντίθετα οι αμυντικοί κλάδοι δέχθηκαν πιέσεις, εξακολουθούν, ωστόσο, να έχουν από τις καλύτερες αποδόσεις από τις αρχές του έτους.
- Η διαφοροποίηση των αποδόσεων στους κλάδους αναμένεται να συνεχιστεί ενόψει των αποτελεσμάτων Γ' τριμήνου. Ο κλάδος υγείας και οι πρώτες ύλες αναμένεται να έχουν τη μεγαλύτερη αύξηση EPS (+5,8% και 6,4% αντίστοιχα), ενώ οι εκτιμήσεις συγκλίνουν ότι το EPS θα μειωθεί σε τέσσερις κλάδους (Ενέργεια, Real Estate, βιομηχανία, τηλεπικοινωνίες). Ο κλάδος των κυκλικών προϊόντων αναμένεται να έχει τη μεγαλύτερη αύξηση πωλήσεων, ενώ αντίθετα θα μειωθούν για ενέργεια και πρώτες ύλες.
- **Υιοθετούμε υπερεπενδεδυμένη θέση στην τεχνολογία**, καθώς ανήλθε στις κορυφαίες θέσεις μεταξύ των κλάδων, σύμφωνα με το Piraeus Equity Screening Model, το οποίο χρησιμοποιεί ιστορικά στοιχεία και εκτιμήσεις για θεμελιώδη, αποτιμήσεις, τεχνική ανάλυση και consensus για το σύνολο της αγοράς. Η τεχνολογία είναι ο μοναδικός κλάδος, όπου τα ταμειακά διαθέσιμα είναι σε ιστορικά υψηλά και ξεπερνούν τις δανειακές υποχρεώσεις σε αντίθεση με τους υπόλοιπους κλάδους. Ο κλάδος προσφέρει ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης (πωλήσεις, κέρδη, μερίσματα) σε δίκαιες αποτιμήσεις. Η τεχνική εικόνα του κλάδου δημιουργεί προϋποθέσεις υπεραπόδοσης έναντι της αγοράς το επόμενο διάστημα.

ΓΡΑΦΗΜΑ 41

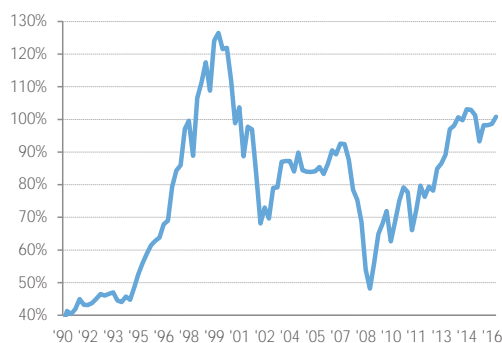
Ταμειακά διαθέσιμα & μόχλευση



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 42

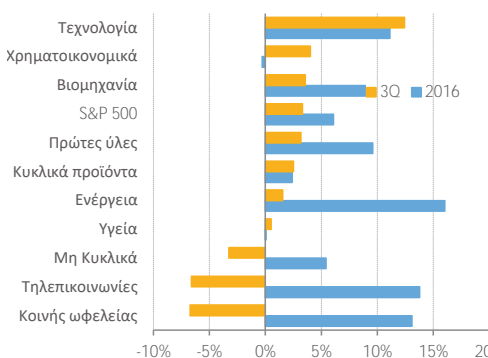
Κεφαλαιοποίηση S&P500 / ΑΕΠ (ονομαστικό)



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 43

Αποδόσεις επιμέρους κλάδων S&P500



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

- **Μειώνουμε τη θέση μας σε ουδέτερη** από υπερεπενδεδυμένη στα κυκλικά προϊόντα, λόγω επιδείνωσης των στοιχείων για θεμελιώδη και αποτιμήσεις
- **Διατηρούμε την υπερεπενδεδυμένη θέση στον κλάδο υγείας**, καθώς, ανά τρίμηνο την τελευταία διετία, έχει σταθερά από τους υψηλότερους ρυθμούς αύξησης πωλήσεων και EPS ενώ αναμένεται να διατηρήσει τη δυναμική του και το επόμενο τρίμηνο. Ο κλάδος διατηρεί ισχυρά θεμελιώδη, με τους χαμηλότερους δείκτες μόχλευσης (μετά την τεχνολογία) και ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης.
- Ο κλάδος των πρώτων υλών έχει ενισχυθεί στη διάρκεια του έτους, διαμορφώνοντας τις αποτιμήσεις σε υψηλότερα επίπεδα από τους μέσους 10ετίας. Η κερδοφορία υποχωρεί με την αγορά να προεξοφλεί ανάκαμψη στο Γ' τρίμηνο. **Υιοθετούμε υποεπενδεδυμένη θέση.**

Κεφαλαιοποίηση: Μικρή vs Μεγάλη

- Η μικρή κεφαλαιοποίηση (S&P600) ενισχύθηκε 6,9% στη διάρκεια του Γ' τριμήνου και καταγράφει κέρδη 12,68% από τις αρχές του έτους έναντι 6,08% για τον S&P500.
- Σε όρους αποτιμήσεων, ο S&P600 ιστορικά διαπραγματεύεται με premium σε σχέση με τον S&P500, ωστόσο το premium έχει περιοριστεί. Ενδεικτικά, το Last12m P/E για τον S&P600 διαμορφώνεται σε 20,6x, 14,3% υψηλότερα από το P/E του S&P500, ενώ ο μέσος όρος 10ετίας του premium ανέρχεται στο 23,5%. Αντιστοίχως, η μικρή κεφαλαιοποίηση είναι πιο ελκυστική σε όρους EV/Ebitda.
- Η κερδοφορία και οι πωλήσεις για τον S&P600 αναμένεται το 2017 να ενισχυθούν με υψηλότερους ρυθμούς έναντι του S&P500 (16,4% και 7,6% έναντι 12,7% και 6,8%).
- Τα ταμειακά διαθέσιμα παραμένουν σε ιστορικά υψηλά, ενώ η πώση κατά 23% των επαναγορών ιδίων μετοχών και των μερισμάτων στο Q2 (έναντι 14% για τον S&P500) είχε πιο ήπιο αντίκτυπο στον δείκτη από ότι θα αναμέναμε.
- **Διατηρούμε την προτίμηση μας στη μικρή κεφαλαιοποίηση έναντι της μεγάλης.**

5.2 Ευρωζώνη: Υποεπενδεδυμένη θέση

- Ο Euro Stoxx έχασε στα τέλη Σεπτεμβρίου μέρος των κερδών, που είχε στη διάρκεια του τριμήνου, καθώς επανήλθε η αβεβαιότητα για την κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και την ικανότητα τους να δημιουργούν κερδοφορία σε περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων.
- Ο Dax30 κατέγραψε τα υψηλότερα κέρδη στο τρίμηνο, καθώς οι γερμανικές εταιρείες ευνοούνται από την ανάκαμψη των αναδυόμενων αγορών (περί του 10% των εξαγωγών προορίζεται στη Κίνα), ενώ ο τραπεζικός κλάδος αποτελεί μόλις το 2% της κεφαλαιοποίησης του δείκτη. Στον αντίποδα, η ιταλική μετοχική αγορά συνέχισε να υστερεί με τον τραπεζικό κλάδο να βρίσκεται στο επίκεντρο.
- **Οι διαπραγματεύσεις για το Brexit θα επιδράσουν αρνητικά στην ανάπτυξη της Ευρωζώνης.** Η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης το 2017, εκτιμούμε ότι θα μπορούσε να είναι μεγαλύτερη, καθώς τα αποτελέσματα των εκλογών και των δημοψηφισμάτων που θα διεξαχθούν σε χώρες της Ε.Ε. είναι αρκετά πιθανόν να αυξήσουν τον πολιτικό κίνδυνο και την εσωστρέφεια. Επίσης, οι

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

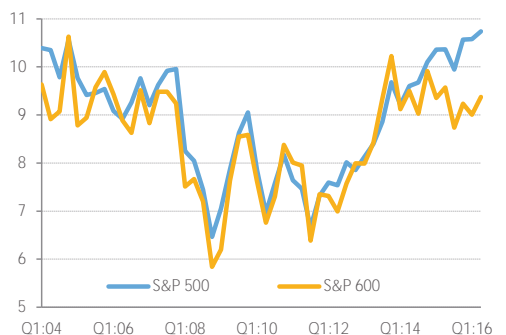
Εκτιμήσεις για κύριες αγορές το 2017

	μετβ %			P/E	P/BV	D/Y	EV/Ebitda	ROE	N.Debt/Ebitda
	πωλ.	EPS	μερ.						
Κυκλικά	8%	18%	9%	16,6	6,7	1,7%	11,3	26%	0,77
Financials	-	10%	9%	12,5	1,2	2,2%	-	10%	-
Τεχνολογία	7%	11%	7%	18,4	4,8	1,5%	10,5	27%	-1,19
Βιομηχανία	2%	10%	7%	17,1	6,3	2,5%	10,4	27%	1,06
Υγεία	6%	9%	6%	15,3	3,6	1,8%	10,9	25%	0,42
Μη Κυκλ. Πρ	2%	7%	7%	19,7	8,0	2,9%	12,9	53%	1,70
Ενέργεια	23%	94%	-1%	28,3	2,3	2,8%	9,5	7%	1,57
Κ. Ωφέλεια	3%	4%	6%	17,4	1,9	3,7%	9,8	11%	4,40
Πρ. Ύλες	5%	15%	5%	17,1	4,4	2,3%	9,3	27%	1,48
Τηλ/νωινίες	1%	5%	2%	13,5	1,9	4,6%	6,5	14%	2,05

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 44

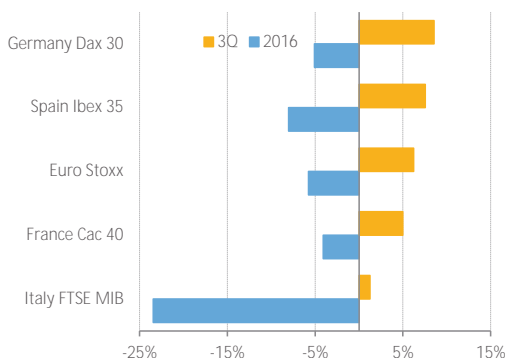
EV/Ebitda S&P600 vs S&P500 (ex financials)



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 45

Αποδόσεις κυριοτέρων αγορών στην Ευρωζώνη



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

πρώιμες συζητήσεις για περιορισμό των αγορών ομολόγων από την ΕΚΤ μπορεί να τρομάξει τους επενδυτές. Οι παραπάνω παράγοντες συντελούν αρνητικά στις τιμές των ευρωπαϊκών μετοχών.

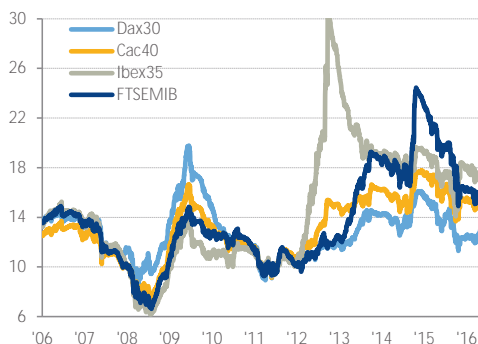
- Οι εκροές από Α/Κ που επενδύουν στις Ευρωπαϊκές αγορές συνεχίζονται. Η **τεχνική εικόνα είναι θετική**, ωστόσο η μετοχική αγορά βρίσκεται σε αναζήτηση τάσης.
- Σε επίπεδο **αποτιμήσεων**, ο Euro Stoxx διαπραγματεύεται σε **υψηλότερα επίπεδα από τον μέσο όρο 10ετίας** και είναι πιο ακριβός σε σχέση με τις υπόλοιπες κύριες αγορές.
- **Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στην Ευρωζώνη**, καθώς τα αρνητικά είναι αρκετά και αποκτούν βαρύτητα στις απόψεις μας παρόλο που η πολιτική της ΕΚΤ περιορίζει τις αποσταθεροποιητικές τάσεις στην αγορά.
- Το Last12m P/E για τις μετοχές σε Ιταλία, Ισπανία και Γαλλία είναι 12% με 18% υψηλότερα από τον μέσο όρο 10ετίας, ενώ ο Γερμανικός Dax30 βρίσκεται πάνω στον μέσο όρο.
- Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2017 **αναθεωρούνται πτωτικά** για όλες τις κύριες περιοχές και είναι πιο ήπιες για τη μετοχική αγορά της Γερμανίας.
- **Διατηρούμε την προτίμησή μας στον Dax30**, καθώς οι αποτιμήσεις προσφέρουν μαξιλάρι ασφαλείας σε επερχόμενες πτωτικές αναθεωρήσεις της κερδοφορίας. Η συνολική έκθεση του Dax30 σε τράπεζες διαμορφώνεται στο 2% της συνολικής κεφαλαιοποίησης έναντι 16,5% για τον FTSE MIB, 23,5% για τον Ibex35 και 8,6% για τον Cac40.
- **Διατηρούμε υποεπενδεδυμένη θέση στις τράπεζες**. Οι μετοχές του κλάδου συνεχίζουν να δέχονται σημαντικές πιέσεις και τα ασφάλιστρα κινδύνου ενισχύονται. Τα χαμηλά επιτόκια αποτελούν **εμπόδιο στη βελτίωση της κερδοφορίας**, ενώ το επικείμενο Brexit θα αποτελέσει αρνητικό καταλύτη για τη συνέχεια. Οι τελευταίες εξελίξεις ενισχύουν το **ενδεχόμενο αυξήσεων μετοχικού κεφαλαίου** στις τράπεζες (Deutsche Bank, Banca Monte dei Paschi Siena).

5.3 Ιαπωνία: Ουδέτερη θέση

- Ο δείκτης Nikkei225 ενισχύθηκε 5,6% στη διάρκεια του τριμήνου και μείωσε τις απώλειες στο 13,6% από αρχές του έτους.
- Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας επιδιώκει την τόνωση της οικονομίας μέσω της νομισματικής πολιτικής. Η απόφαση για **επιπλέον αγορές ETF αξίας ¥2,7 τρισ., ετησίως**, δίνει ώθηση στη μετοχική αγορά.
- Η μετέπειτα πορεία του γιεν είναι σημαντικός καταλύτης για τη μετοχική αγορά λόγω της **συσχέτισης** που έχουν μεταξύ τους.
- Οι **αποτιμήσεις είναι πιο ελκυστικές** έναντι των μέσων 10ετίας σε όρους Last12m P/E, P/BV, DY, με τον δείκτη να είναι σε discount 17-27%. Ο δείκτης είναι ελκυστικός έναντι των κυριότερων αγορών και διαπραγματεύεται με discount σε όρους Last12m P/E, ενώ ιστορικά ήταν σε premium.

ΓΡΑΦΗΜΑ 46

Last12m P/E για επιμέρους μετοχικές αγορές στην Ευρωζώνη



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

Εκτιμήσεις για το 2017 στις κύριες αγορές Ευρωζώνης

	μτβ %			P/E	P/BV	D/Y	EV/Ebitda	ROE	N.Debt/Ebitda
	πωλ.	EPS	μερ.						
Dax 30	4%	9%	12%	13,9	2,1	3,2%	7,7	15%	0,78
Cac 40	4%	10%	4%	15,1	1,7	3,9%	8,4	11%	0,84
Spain	5%	13%	6%	15,6	2,8	4,1%	10,1	15%	1,59
Italy	5%	16%	9%	15,1	1,3	4,9%	6,8	9%	1,58
Euro stoxx	5%	12%	7%	16,0	2,3	3,6%	9,0	14%	1,05

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

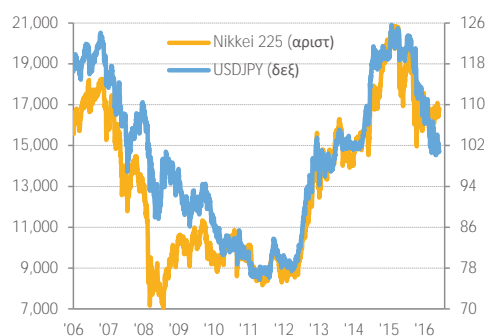
Εκτιμήσεις για τράπεζες Ευρωζώνης το 2017 - Euro Stoxx

Τράπεζες σε	μτβ%		P/E	P/BV	D/Y	ROE	% απόκλισης από υψηλά 2ετίας
	EPS	μερ.					
Ισπανία	48%	1%	8,75	0,60	5,3%	6,8%	-50,7%
Γαλλία	-2%	-6%	8,19	0,52	5,9%	6,4%	-31,8%
Ιταλία	64%	15%	7,45	0,46	8,0%	5,9%	-57,4%
Γερμανία	70%	141%	7,03	0,24	2,6%	3,4%	-64,6%
EU Banks	25%	6%	8,55	0,62	5,8%	7,1%	-43,5%

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 47

Πορεία Nikkei225 και ισοτιμία USD/JPY



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

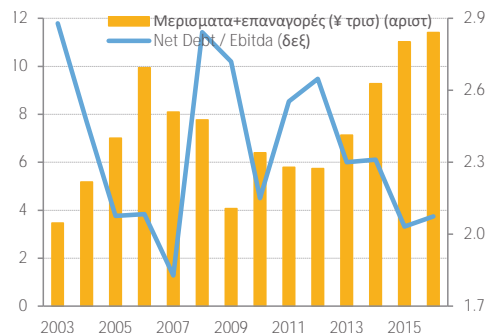
- Η πορεία της οικονομίας δημιουργεί αβεβαιότητα, με την κυβέρνηση και την Κεντρική Τράπεζα να αναζητούν τη βέλτιστη πολιτική για να τονώσουν την ανάπτυξη.
- Η τεχνική εικόνα του δείκτη δείχνει ότι μια ουδέτερη θέση θα ήταν η πιο σωστή επιλογή τη δεδομένη περίοδο, καθώς τόσο σε εβδομαδιαίο όσο και σε μηνιαίο επίπεδο δεν έχουμε ξεκάθαρη τάση.
- Η ποιότητα των ισολογισμών των εταιρειών βελτιώνεται, με τη μόχλευση να διαμορφώνεται σε χαμηλά 10ετία, το ποσό που διατίθεται για επαναγορές και μερίσματα είναι σε ιστορικά υψηλά (με τον payout ratio στο 54%), τα ταμειακά διαθέσιμα είναι σε υψηλά επίπεδα και τα περιθώρια κέρδους βελτιώνονται. Σε αρκετές περιπτώσεις, τα θεμελιώδη των εταιρειών είναι σε καλύτερα επίπεδα από τα αντίστοιχα σε EuroStoxx και S&P500.
- Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στην Ιαπωνία.

5.4 Αναδυόμενες Αγορές: Υπερεπενδεδυμένη θέση

- Ο δείκτης αναδυόμενων αγορών MSCI EM(\$)¹ ενισχύθηκε 8,3% στη διάρκεια του Γ' τριμήνου, διευρύνοντας τα κέρδη από τις αρχές του έτους στο 13,8%. Οι χώρες BRIC ενισχύθηκαν, με τη Βραζιλία να καταγράφει τις υψηλότερες αποδόσεις (+13,3%) και ακολούθησε η Ρωσία (+6,5%), ενώ Ινδία και Κίνα ενισχύθηκαν 3,2%.
- Διατηρούμε την **υπερεπενδεδυμένη θέση** στις αναδυόμενες αγορές, καθώς οι συνθήκες στην τρέχουσα συγκυρία δημιουργούν θετικό momentum και ενισχύουν τις πιθανότητες, ώστε η αγορά να καταγράψει καλύτερη πορεία από τις ανεπτυγμένες μετά από 5ετία υστέρησης (άνω του 60%).
- Μετά από μακρά περίοδο εκροών από Α/Κ που επενδύουν στην ευρύτερη περιοχή, τα τελευταία στοιχεία συγκλίνουν σε αλλαγή της τάσης, με τις αναδυόμενες αγορές να προσελκύουν το επενδυτικό ενδιαφέρον.
- Η σημαντική υποαπόδοση των αναδυόμενων αγορών έναντι των ανεπτυγμένων ήταν σε άμεση συσχέτιση με την ενίσχυση του δολαρίου, απόρροια του περιορισμού των χρηματοοικονομικών συνθηκών στις ΗΠΑ και των προσδοκιών για αύξηση των επιτοκίων από την Fed. Οι προοπτικές μιας ήπιας ανόδου των αμερικανικών επιτοκίων και η διαφαινόμενη σταθεροποίηση της ανάπτυξης στην Κίνα συνηγορούν σε σχετική βελτίωση των προοπτικών των αναδυόμενων αγορών.
- Από τεχνικής απόψεως, η πρόσφατη υπεραπόδοση των αναδυόμενων αγορών έναντι των ανεπτυγμένων θεωρούμε ότι **θα συνεχιστεί**, καθώς οι δείκτες που παρακολουθούμε δεν είναι over extended. Η τεχνική εικόνα σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα (εβδομαδιαία βάση) μας κάνει επιφυλακτικούς, ωστόσο σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα (μηνιαία βάση) παραμένουμε θετικοί και αναμένουμε συνέχιση της ανοδικής τάσης (MACD, RSI, DMI).

ΓΡΑΦΗΜΑ 48

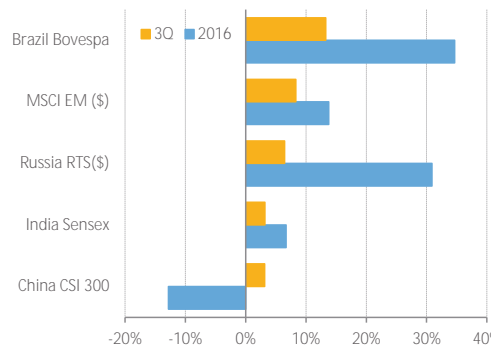
Δείκτες μόχλευσης, μερίσματα & επαναγορές ιδίων μετοχών



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 49

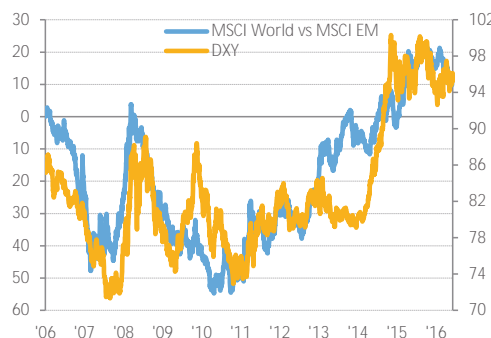
Αποδόσεις κυριότερων αναδυόμενων αγορών



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 50

Σχ. απόδοση MSCI World & MSCI EM έναντι DXY (δείκτης \$)

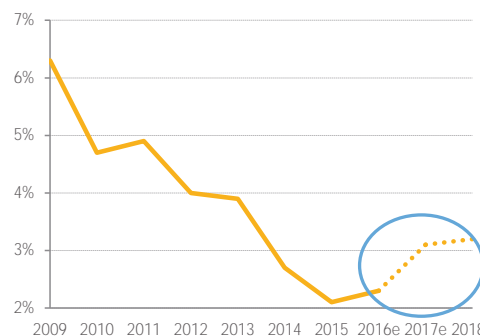


Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

- Ο περιορισμός των πωτικών αναθεωρήσεων για το EPS 2017 στις αναδυόμενες αγορές, έχει σαν αποτέλεσμα την **ανοδική κίνηση του momentum κερδοφορίας** σε ορίζοντα τριμήνου, το οποίο απέχει οριακά από το θετικό πρόσημο.
- Οι αποτιμήσεις στις αναδυόμενες αγορές **παραμένουν πιο ελκυστικές** από τις αναπτυγμένες αγορές, αλλά και τους ιστορικούς μέσους σε όρους Last12m P/E, P/BV και DY. Ο MSCI EM διαπραγματεύεται με discount 19% και 26% αντίστοιχα σε όρους Last12m P/E και P/BV έναντι των ανεπτυγμένων, μεγέθη που ξεπερνούν τη μία τυπικά απόκλιση σε σχέση με τον μέσο όρο premium/discount στη 10ετία.
- Στην **Ινδία**, οι προσδοκίες για το 2017 συγκλίνουν στη διατήρηση των υψηλών ρυθμών αύξησης των εταιρικών μεγεθών, από τους υψηλότερους παγκοσμίως, με το momentum κερδοφορίας να είναι θετικό. Η οικονομία αναπτύσσεται με τους υψηλότερους ρυθμούς παγκοσμίως και η κυβέρνηση δείχνει πρόθυμη στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων. Ωστόσο, η τεχνική εικόνα μας κάνει επιφυλακτικούς, ενώ οι αποτιμήσεις είναι σε υψηλά επίπεδα. **Υποβαθμίζουμε τη θέση μας σε ουδέτερη** από υπερεπενδεδυμένη.
- Η **Κίνα** συνέχισε να υστερεί στις αναδυόμενες αγορές. Οι εκτιμήσεις συγκλίνουν σε αύξηση 3,7% EPS το 2017 για τις εταιρείες του δείκτη Shanghai CSI300, μετά από μια 2ετία με μείωση κερδοφορίας. Τα NPLs ενισχύονται και διαμορφώθηκαν στο 1,75% στο Α' 3μήνου, το υψηλότερο σημείο από το 2009 (πηγή: Deutsche Bank), το shadow banking αντιστοιχεί στο 58% του ΑΕΠ (πηγή: JPMorgan), η μόχλευση είναι σε υψηλά επίπεδα και το ποσοστό των εταιρικών χρεοκοπιών αυξάνεται. Η κινεζική οικονομία δείχνει σημάδια σταθεροποίησης, αλλά η επενδυτική εμπιστοσύνη είναι σε χαμηλά επίπεδα. **Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση.**
- Η **Ρωσία** έχει τη μεγαλύτερη συσχέτιση με την πορεία της τιμής του πετρελαίου, καθώς το 55% του δείκτη ανήκει στον κλάδο ενέργειας. Η ενίσχυση της τιμής του πετρελαίου, η ανατίμηση του ρουβλίου και η ανάκαμψη της οικονομίας βοήθησαν στην ενίσχυση του RTS(\$). Οι εκτιμήσεις συγκλίνουν για το 2017 σε αύξηση του EPS 24% και τη μερισματική απόδοση στο 4,7%. Παραμένει η πλέον φθηνή αγορά στις αναδυόμενες αγορές, με το momentum κερδοφορίας να είναι ιδιαίτερα θετικό, ενώ από τεχνικής άποψης, η εικόνα είναι θετική. **Αναβαθμίζουμε τη θέση μας σε υπερεπενδεδυμένη** από ουδέτερη.

ΓΡΑΦΗΜΑ 51

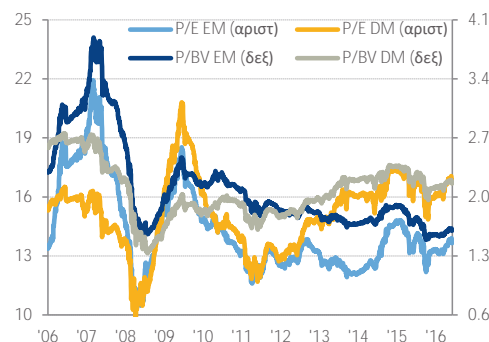
Διαφορά ρυθμού ανάπτυξης αναδυόμενων και ανεπτυγμένων αγορών



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 52

Δείκτες αποτίμησης MSCI EM και MSCI Κόσμος (Last12m)



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

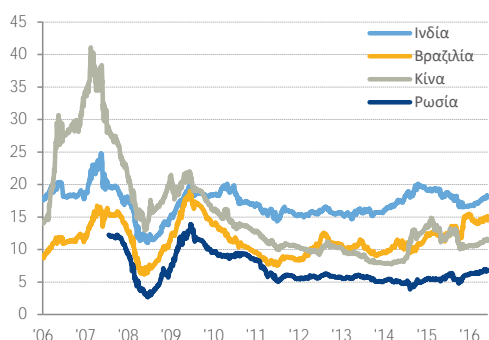
Εκτιμήσεις για το 2017 στις κύριες αναδυόμενες αγορές

	μετβ %			P/E	P/BV	D/Y	EV/Ebitda	ROE	N.Debt/Ebitda
	πωλ.	EPS	μερ.						
Κίνα	11%	4%	14%	16,4	1,8	2,9%	12,1	12%	0,79
Ινδία	13%	17%	15%	17,2	3,3	1,8%	10,3	20%	-0,05
Βραζιλία	7%	12%	20%	15,2	3,0	3,4%	8,8	19%	1,42
Ρωσία	13%	24%	23%	7,3	1,1	4,7%	5,0	19%	1,01
Αν. Αγορές	9%	12%	13%	14,9	2,2	3,0%	9,4	15%	0,68

Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 53

Last12m P/E για επιμέρους αναδυόμενες αγορές



Πηγή: FactSet | Επενδυτική Στρατηγική

06

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Αναθεωρούμε τη θέση μας στην ισοτιμία USDJPY, από ουδέτερη σε θέση αγοράς USD vs JPY.

Εκμεταλλευόμαστε ανοδικές κινήσεις του EUR για αγορές USD.

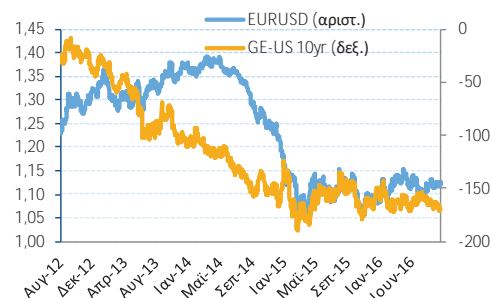
Η στερλίνα θα παραμείνει υπό πίεση.

6.1 EURUSD

- Η πορεία εξομάλυνσης των επιτοκίων στις ΗΠΑ θα είναι αργή, ακόμα και αν η Fed αυξήσει τα επιτόκια πριν το τέλος του 2016. Αυτό έχει αποτυπωθεί πλέον όχι μόνο στις προσδοκίες της αγοράς, αλλά και στις προβλέψεις των μελών της Κεντρικής Τράπεζας. Χαρακτηριστικά, τα Fed Funds Futures προεξοφλούν αύξηση επιτοκίων το 2017, ενώ η μέση εκτίμηση των μελών της Fed σηματοδοτεί 2 αυξήσεις στη διάρκεια του επόμενου έτους. Σε σχέση με τις περσινές προσδοκίες, σήμερα η αγορά φαίνεται να υποεκτιμά την πορεία αύξησης των επιτοκίων, ειδικά αν η αμερικανική οικονομία επιταχυνθεί, όπως αναμένουμε, το 2017.
- Στην Ευρωζώνη, θεωρούμε πολύ πιθανή την επέκταση του προγράμματος αγοράς ομολόγων πέραν του Μαρτίου του 2017, η οποία θα πρέπει να συνοδευτεί με αποφάσεις για την αντιμετώπιση της έλλειψης ικανοποιητικής ποσότητας επιλέξιμων για αγορά τίτλων. Αν παρόλα αυτά η ΕΚΤ εκπλήξει και προχωρήσει σε περιορισμό των αγορών ομολόγων νωρίτερα από το τέλος του προγράμματος, μπορεί να δημιουργήσει έντονες ανοδικές τάσεις στο ευρώ. Το ενδεχόμενο αυτό υπάρχει, ωστόσο θεωρούμε ότι είναι ιδιαίτερα πρώιμο. Επομένως, βραχυπρόθεσμα η διαφοροποίηση στη νομισματική πολιτική των δύο κεντρικών τραπεζών, μάλλον θα ευνοήσει το δολάριο.
- Από την άλλη, αν λάβουμε υπόψη το ισχυρό πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ευρωζώνης σε σύγκριση με το έλλειμμα που παρουσιάζει η αμερικανική οικονομία, το ευρώ εμφανίζεται φθηνό σε σχέση με το δολάριο. Γι' αυτό και τα περισσότερα οικονομικά μοντέλα υπολογίζουν τη δίκαιη τιμή της ισοτιμίας EURUSD πάνω από το 1,1500.
- Από την άλλη, η τεχνική εικόνα της ισοτιμίας δίνει σήμα αγοράς για το δολάριο.
- Τα πολιτικά ρίσκα στις δύο μεγαλύτερες οικονομίες παγκοσμίως είναι μοιρασμένα. Βραχυπρόθεσμα θα κυριαρχήσει η αβεβαιότητα για το αποτέλεσμα των εκλογών στις ΗΠΑ, ενώ μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα οι φυγόκεντρες δυνάμεις στην Ευρωζώνη σε συνδυασμό με την κρίση στο ευ-

ΓΡΑΦΗΜΑ 54

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



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ρωπαϊκό τραπεζικό σύστημα μπορεί να δοκιμάσουν την ανθεκτικότητα της Ένωσης.

- Συμπερασματικά, οι παράγοντες που παρακολουθούμε σηματοδοτούν ουδέτερη θέση στην ισοτιμία. **Βραχυπρόθεσμα περιμένουμε η κίνηση σε ευρώ να συνεχιστεί (1,0820-1,1450). Ωστόσο σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα παραμένουμε υπέρ του δολαρίου, εκμεταλλευόμενοι τις ανοδικές κινήσεις του EUR (πάνω από το 1,1450) για αγορές δολαρίων με στόχο το 1,0550 σε μεσο - μακροπρόθεσμο ορίζοντα.**

6.2 USDJPY

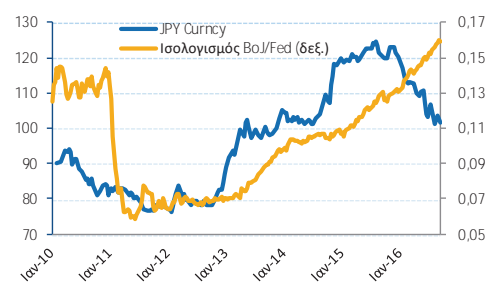
- **Αναθεωρούμε τη θέση μας στην ισοτιμία από ουδέτερη σε υπέρ του δολαρίου, καθώς θεωρούμε ότι κίνηση της ισοτιμίας στην περιοχή του 100 θα αναγκάσει την ιαπωνική κυβέρνηση και την BoJ να επέμβουν, ώστε να εμποδίσουν την ανοδική πορεία του γιεν. Αναμένουμε η ιαπωνική κυβέρνηση να προωθήσει μέτρα δημοσιονομικής πολιτικής, καθώς η αποτελεσματικότητα των μέτρων νομισματικής πολιτικής έχει αποδειχθεί μικρή.** Τα αδύναμα, οικονομικά στοιχεία για τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη, και ειδικότερα το αδύναμο Tankan Report φέρνουν στο προσκήνιο τα δομικά προβλήματα της ιαπωνικής οικονομίας.
- **Επιπλέον, τα αρνητικά επιτόκια που επικρατούν σε αρκετές χώρες αμβλύνουν το επιτοκιακό μειονέκτημα του JPY και αποτρέπουν μεγάλα χαρτοφυλάκια, όπως αυτά των ασφαλιστικών ταμείων, να παρέχουν στήριξη στην ισοτιμία, καθώς θέλουν να αποφύγουν τα αρνητικά επιτόκια και να μειώσουν την έκθεσή τους σε συναλλαγματικό ρίσκο. Ειδικά με το δολάριο, η απόφαση της BoJ να σταθεροποιήσει το επιτόκιο δεκαετίας στο 0%, μπορεί να δημιουργήσει ροές ιαπωνικών κεφαλαίων προς το αμερικανικό νόμισμα, το οποίο προσφέρει θετικό επιτόκιο σε μακροχρόνιες διάρκειες συνυπολογίζοντας και το κόστος αντιστάθμισης του συναλλαγματικού ρίσκου.**
- Τα περισσότερα οικονομετρικά μοντέλα υπολογίζουν τη δίκαιη ισοτιμία USDJPY κοντά στο 110, ενώ και η τεχνική εικόνα της ισοτιμίας δίνει σήμα πώλησης του γιεν.

6.3 EURGBP

- Πιστεύουμε ότι η ισοτιμία θα συνεχίσει την ανοδική της πορεία το επόμενο διάστημα, ωστόσο εκμεταλλευόμαστε την άνοδο για αγορά στερλίνας με μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Αναμένουμε η μεταβλητότητα να συνεχίσει να παραμένει σε υψηλά επίπεδα τους επόμενους μήνες.
- Η έξοδος του Η.Β. από την Ευρωζώνη θα συνεχίσει να αποτελεί κυρίαρχο θέμα στις αγορές τους επόμενους μήνες, δεδομένου ότι όσο πλησιάζουμε στην ημερομηνία ενεργοποίησης του Άρθρου 50, η πολιτική και οικονομική αβεβαιότητα θα ενταθούν.
- Το Η.Β. βρίσκεται αντιμέτωπο με ένα πολύ υψηλό έλλειμμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών (-5,5%), το οποίο την τελευταία 5ετία το χρηματοδοτούσε εξολοκλήρου από εισροές Άμεσων Ξένων Επενδύσεων. Η προοπτική διατήρησης των εισροών αυτών είναι ιδιαίτερα αβέβαιη μέχρι να ξεκαθαρίσουν οι όροι που θα διέπουν τη νέα σχέση Ε.Ε. και Η.Β.
- Οι τεχνικοί δείκτες που παρακολουθούμε συνεχίζουν να δίνουν σήμα αγοράς για το EURGBP.

ΓΡΑΦΗΜΑ 55

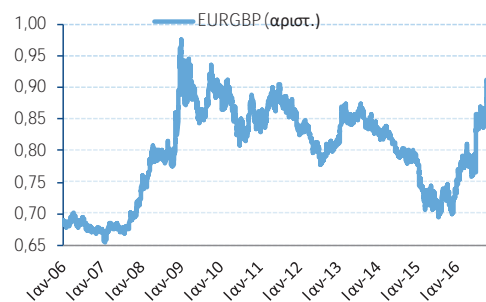
USDJPY και ισολογισμός BoJ/Fed



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 56

Ισοτιμία EUR/GBP



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

07

ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

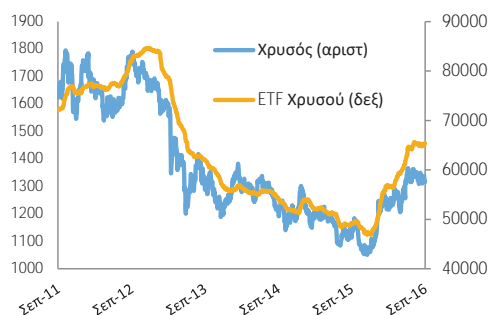
Υποβαθμίζουμε τη θέση μας στον χρυσό σε ουδέτερη και διατηρούμε την ουδέτερη θέση στο πετρέλαιο.

7.1 Χρυσός

- Ο χρυσός κινήθηκε σε στενό εύρος στη διάρκεια του Γ' τριμήνου και διαμορφώθηκε στα \$1.315 η ουγγιά, καταγράφοντας οριακές απώλειες 0,5%. Τα κέρδη από τις αρχές του έτους διαμορφώνονται στο 24%.
- Η ενδυνάμωση του δολαρίου και η αύξηση των πραγματικών 2ετών αποδόσεων το τελευταίο τρίμηνο αποτελούν αρνητικούς παράγοντες, οι οποίοι έχουν υπερκεραστεί από τη μείωση της καμπύλης 10-2 στις ΗΠΑ, αλλά και κυρίως από την **εντυπωσιακή αύξηση των κερδοσκοπικών long θέσεων από την αρχή του έτους**. Το τελευταίο τρίμηνο παρατηρείται και εδώ μια εξασθένιση της τάσης αυτής.
- Η επενδυτική ζήτηση για το πολύτιμο μέταλλο παρέμεινε στάσιμη το προηγούμενο τρίμηνο, καθώς ανέκαμψε η διάθεση για ανάληψη ρίσκου. Στην αγορά παραγώγων, επίσης **οι καθαρές θέσεις υπέρ του χρυσού σταμάτησαν να αυξάνονται, ωστόσο, παραμένουν σε ιστορικό υψηλό** (291 χιλιάδες συμβόλαια έναντι ιστορικού μέσου όρου 74 χιλιάδων).
- Υπολογίζουμε ότι σε μακροχρόνιο ορίζοντα η τιμή στα παρόντα επίπεδα δεν έχει ενσωματώσει την ενδυνάμωση του δολαρίου που παρατηρήθηκε από τον Ιούλιο του 2014 (+17%). Έτσι στον βαθμό που η συσχέτιση αυτή δεν έχει αλλοιωθεί σημαντικά και το δολάριο δεν έχει υποχωρήσει σημαντικά, **εκτιμούμε μια δίκαιη τιμή του χρυσού κάτω από τις 1.050 μονάδες**.
- **Τεχνικά επίσης, ο χρυσός δεν παρουσιάζει κάποια ισχυρή ανοδική ή πτωτική τάση.**
- Ωστόσο, στο σημερινό περιβάλλον έντονης πολιτικής και οικονομικής αβεβαιότητας παγκοσμίως, **ο χρυσός μπορεί να λειτουργήσει σαν ασφαλές καταφύγιο σε περίπτωση ακραίων γεγονότων στο πλαίσιο ενός χαρτοφυλακίου.**
- **Υποβαθμίζουμε τη θέση μας σε ουδέτερη από θετική.**

ΓΡΑΦΗΜΑ 57

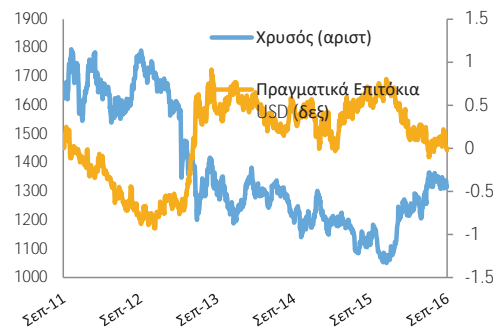
Τιμή χρυσού & τόνοι χρυσού σε ETFs



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 58

Τιμή χρυσού & πραγματικά επιτόκια δολαρίου



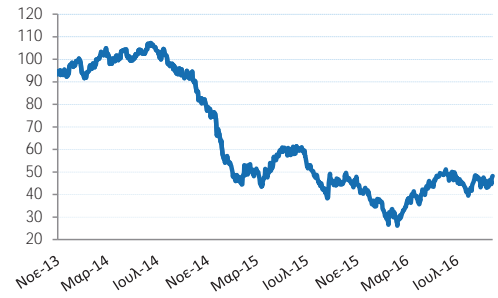
Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

7.2 Πετρέλαιο

- Το τελευταίο τρίμηνο η τιμή του πετρελαίου βρήκε στήριξη από στοιχεία που σχετίζονται με την παραγωγή, τη μείωση της καμπύλης 10-2 στις ΗΠΑ, αλλά και από την τάση αύξησης των κερδοσκοπικών (long) θέσεων που παρατηρείται από την αρχή του έτους. Η στήριξη που παρείχαν οι παραπάνω παράγοντες υπερκέρασαν την αρνητική εξέλιξη της αύξησης της πραγματικής απόδοσης των 2ετών αμερικανικών κρατικών ομολόγων και την ενδυνάμωση του δολαρίου.
- Στην έκτακτη σύνοδο στο Αλγέρι στις 28 Σεπτεμβρίου, επετεύχθη τελικά συμφωνία μεταξύ των μελών του ΟΠΕΚ. Οι χώρες μέλη του οργανισμού δεσμεύτηκαν για μείωση της παραγωγής κατά 700 χιλιάδες βαρέλια την ημέρα, ενώ η συμφωνία θα πρέπει να επικυρωθεί στην εξαμηνιαία σύνοδο του ΟΠΕΚ στις 30 Νοεμβρίου.
- Η παραγωγή (ΟΠΕΚ και εκτός ΟΠΕΚ) παραμένει ουσιαστικά στάσιμη στα 95 εκατομμύρια βαρέλια την ημέρα από τον Νοέμβριο του 2015. Αν επικυρωθεί και υλοποιηθεί η απόφαση του ΟΠΕΚ για μείωση της παραγωγής, **περιμένουμε η παγκόσμια παραγωγή να μειωθεί από τα τρέχοντα επίπεδα, γεγονός που θα βοηθήσει τη μείωση της υπερπροσφοράς.**
- Ωστόσο, ο αριθμός των εν ενεργεία πετρελαιοπηγών στις ΗΠΑ έχει σταματήσει να μειώνεται από τον Μάρτιο - συνέπεσε με το χαμηλό της τιμής του πετρελαίου - και παρουσίασε μικρή αύξηση το Γ' τρίμηνο του έτους. **Η αύξηση της τιμής πάνω από τα 50 δολ./βαρέλι μπορεί να επιταχύνει την επαναλειτουργία ανενεργών πετρελαιοπηγών και να περιορίσει τις θετικές επιπτώσεις της απόφασης του ΟΠΕΚ.**
- **Η ζήτηση αυξήθηκε το 1ο μισό του 2016 με υψηλότερο του ιστορικού μέσου όρου ρυθμό (1,6 εκατ. βαρέλια σε σχέση με 1,0 εκατ.). Η επιτάχυνση της οικονομίας στις ΗΠΑ και η σταθεροποίηση της ανάπτυξης στην Κίνα είναι πιθανόν να τονώσουν περαιτέρω τη ζήτηση τους επόμενους μήνες.**
- Ωστόσο, τα αποθέματα πετρελαίου στις ΗΠΑ συνεχίζουν να αυξάνονται σε νέα ιστορικά υψηλά, γεγονός που μόνο εν μέρει αντισταθμίζεται από τη μείωση των αποθεμάτων εκτός ΗΠΑ. **Η παγκόσμια ζήτηση για πετρέλαιο αναμένεται να αυξηθεί με επιβραδυνόμενο ρυθμό το 2017 (1,2 εκατ. βαρέλια τη μέρα) σε σχέση με το 2016, εν μέρει λόγω των υψηλότερων τιμών πετρελαίου.**
- **Συμπερασματικά, τα θεμελιώδη του πετρελαίου αναμένουμε να συνεχίσουν να βελτιώνονται κυρίως από την πλευρά της ζήτησης. Τεχνικά επίσης, το πετρέλαιο βρίσκεται σε ανοδική τάση.**
- Βάσει των οικονομετρικών μοντέλων που χρησιμοποιούμε, υπολογίζουμε μια **δίκαιη τιμή του αργού κοντά στα 41\$**. Αν και το τελευταίο τρίμηνο οι κερδοσκοπικές θέσεις έχουν παραμείνει σταθερές, η επαναφορά της πρόσφατης ανοδικής τους τάσης θα μπορούσε να συντηρήσει μια κίνηση της τιμής του πετρελαίου ως την περιοχή του \$52.
- **Διατηρούμε την ουδέτερη θέση, καθώς περιμένουμε συνέχιση της κίνησης στο εύρος \$45-\$55 και θεωρούμε τις πτώσεις ευκαιρίες για αγορά.**

ΓΡΑΦΗΜΑ 59

Πορεία τιμής πετρελαίου (δολ./βαρ)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 60

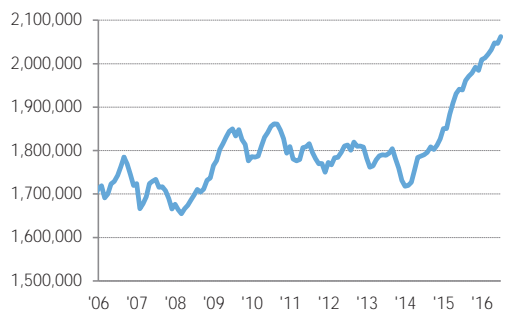
Παγκόσμια Παραγωγή Πετρελαίου (χιλιάδες βαρ/ημέρα)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

ΓΡΑΦΗΜΑ 61

Αποθέματα πετρελαίου και πετρελαιοειδών ΗΠΑ (χιλιάδες βαρέλια)



Πηγή: Bloomberg | Επενδυτική Στρατηγική

08

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ



Μετοχές	Υποεπενδεδυμένη	Η αύξηση της αβεβαιότητας λόγω του Brexit και η ανησυχία για τις τράπεζες στην Ευρωζώνη έρχονται να προστεθούν στην επιβράδυνση των οικονομιών, στο αρνητικό momentum της κερδοφορίας και στις υψηλές αποτιμήσεις.
ΗΠΑ	Ουδέτερη	Οι εξελίξεις στις ΗΠΑ το επόμενο διάστημα σε πολιτικό (εκλογές), μάκρο (Fed) και μικρό (αποτελέσματα Q3) επίπεδο θα καθορίσουν τη μετέπειτα πορεία της παγκόσμιας μετοχικής αγοράς. Η καλύτερη δυναμική της οικονομίας έναντι των κύριων ανεπτυγμένων αγορών και το βάθος της μετοχικής αγοράς στις ΗΠΑ αντισταθμίζει τις υψηλές αποτιμήσεις και την επιδείνωση των θεμελιωδών σε σχέση με κύριες αγορές. Διατηρούμε την προτίμησή μας στη μικρή κεφαλαιοποίηση.
Ευρωζώνη	Υποεπενδεδυμένη	Επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης για το 2017, με τις διαπραγματεύσεις για το Brexit και την πολιτική αβεβαιότητα να επιδρούν αρνητικά. Οι αποτιμήσεις είναι σε υψηλά επίπεδα και προεξοφλούν κερδοφορία που δύσκολα θα υλοποιηθεί ενώ οι εκροές από Α/Κ που επενδύουν στην ευρύτερη περιοχή συνεχίζονται. Προτιμούμε Dax30 έναντι περιφέρειας, ενώ αποφεύγουμε τις τράπεζες, καθώς ο κλάδος προβληματίζει για την κεφαλαιακή του επάρκεια.
Ιαπωνία	Ουδέτερη	Η ενίσχυση του γιεν πλήττει την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγών, δυσχεραίνοντας περαιτέρω την πορεία της ιαπωνικής οικονομίας, δημιουργώντας πτωτικό momentum στην εταιρική κερδοφορία. Ωστόσο, η μετοχική αγορά παραμένει ελκυστική σε όρους αποτιμήσεων έναντι των υπόλοιπων αγορών και των ιστορικών μέσων όρων, με την ποιότητα του ισολογισμού των ιαπωνικών εταιρειών να βελτιώνεται και τις εταιρείες να γίνονται πιο φιλικές προς τους μετόχους.
Ελλάδα	Ουδέτερη	Αναμένοντας τις επιπτώσεις των νέων μέτρων στην οικονομία, με δεδομένο ότι είναι σε ύφεση, διατηρούμε την ουδέτερη θέση. Οι εξελίξεις στον τραπεζικό κλάδο στην Ευρωζώνη είναι αρκετά πιθανόν να επηρεάσουν το εγχώριο τραπεζικό σύστημα.
Αναδυόμενες Αγορές	Υπερεπενδεδυμένη	Μετά από 5ετή περίοδο υποαπόδοσης, οι θετικοί καταλύτες (ρυθμοί ανάπτυξης οικονομιών, κερδοφορία, αποτιμήσεις, εισροές σε Α/Κ, τεχνική εικόνα) για τις αναδυόμενες μπορούν να συνεισφέρουν σε υψηλότερες αποδόσεις έναντι των ανεπτυγμένων αγορών.
Βραζιλία	Υποεπενδεδυμένη	Η οικονομία παραμένει σε ύφεση και οι αποτιμήσεις είναι σε ιστορικά υψηλά.
Ρωσία	Υπερεπενδεδυμένη	Έχει τη μεγαλύτερη συσχέτιση με την τιμή του πετρελαίου. Η οικονομία ανακάμπτει, το momentum κερδοφορίας είναι θετικό και οι αποτιμήσεις διατηρούνται σε χαμηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις υπόλοιπες αναδυόμενες αγορές.
Ινδία	Ουδέτερη	Οι προσδοκίες για το 2017 συγκλίνουν σε διατήρηση των υψηλών ρυθμών αύξησης των εταιρικών μεγεθών, με το momentum κερδοφορίας να είναι θετικό και την οικονομία να αναπτύσσεται με τους υψηλότερους ρυθμούς παγκοσμίως. Η κυβέρνηση δείχνει πρόθυμη στην υλοποίηση των μεταρρυθμίσεων, ωστόσο οι αποτιμήσεις είναι σε υψηλά επίπεδα.
Κίνα	Υποεπενδεδυμένη	Τα χαμηλά επίπεδα επενδυτικής εμπιστοσύνης, η επιδείνωση των θεμελιωδών και η αβεβαιότητα για την αποτελεσματικότητα των κρατικών παρεμβάσεων λειτουργούν αποτρεπτικά για τοποθετήσεις.
Κλαδικές Προτιμήσεις ΗΠΑ		Προτίμηση σε υγεία και τεχνολογία, και αποφεύγουμε τον κλάδο των πρώτων υλών.

Ομόλογα		
Κρατικά ομόλογα ΗΠΑ	Υποεπενδεδυμένη	Για το επόμενο εξάμηνο περιμένουμε τα επιτόκια της αμερικανικής 10ετίας να κινηθούν υψηλότερα, λόγω αύξησης του πληθωρισμού, επιτάχυνσης της αμερικανικής οικονομίας και μείωσης των τοποθετήσεων από επενδυτές.
Κρατικά ομόλογα Γερμανίας	Υποεπενδεδυμένη	ο συνδυασμός χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού με την προοπτική περισσότερης χαλάρωσης από την ΕΚΤ εν μέσω πολιτικής αβεβαιότητας, δικαιολογεί διατήρηση των αρνητικών επιτοκίων στη γερμανική 10ετία.
Ομόλογα περιφέρειας Ευρωζώνης	Υποεπενδεδυμένη	Τα γεγονότα που συσσωρεύονται το επόμενο εξάμηνο στην Ευρωζώνη (DBRS αξιολόγηση Πορτογαλίας, δημοψήφισμα Ιταλίας, προεδρικές εκλογές στην Αυστρία, σχηματισμός κυβέρνησης στην Ισπανία) είναι πολύ πιθανόν να αυξήσουν το risk premium που ζητούν οι επενδυτές για να επενδύσουν στα ομόλογα των χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης.
Κρατικά ομόλογα αναδυόμενων αγορών	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη θέση στις αναδυόμενες αγορές, καθώς οι προσδοκώμενες αποδόσεις παραμένουν ελκυστικές στο περιβάλλον χαμηλών αποδόσεων. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα ο βασικός κίνδυνος εμφανίζεται στα επίπεδα χρέους των αναδυόμενων οικονομιών τα οποία.
Εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης	Υπερεπενδεδυμένη	Διατηρούμε την υπερεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης, με προτίμηση σε αμερικανούς εκδότες, όπου το spread αποζημιώνει για την ενίσχυση του ρίσκου, λόγω αυξημένης μόχλευσης.
Εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων	Υποεπενδεδυμένη	Διατηρούμε την υποεπενδεδυμένη θέση στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων, καθώς θεωρούμε ότι σε όρους αποτιμήσεων δεν είναι ελκυστικά.

Συνάλλαγμα		
EURUSD	Υπέρ USD	Βραχυπρόθεσμα περιμένουμε η κίνηση σε ευρώ να συνεχιστεί (1,0820—1,1450). Ωστόσο σε μεσοπρόθεσμα ορίζοντα παραμένουμε υπέρ του δολαρίου, εκμεταλλευόμενοι τις ανοδικές κινήσεις του EUR (πάνω από το 1,1450) για αγορές δολαρίων με στόχο το 1,0550 σε μεσο-μακροπρόθεσμα ορίζοντα.
EURGBP	Ουδέτερη	Πιστεύουμε ότι η ισοτιμία θα συνεχίσει την ανοδική της πορεία το επόμενο διάστημα, ωστόσο εκμεταλλευόμαστε την άνοδο για αγορά στερλίνια με μακροπρόθεσμα ορίζοντα. Αναμένουμε η μεταβλητότητα να συνεχίσει να παραμένει σε υψηλά επίπεδα τους επόμενους μήνες.
USDJPY	Υπέρ USD	Αναθεωρούμε τη θέση μας στην ισοτιμία από ουδέτερη σε υπέρ του δολαρίου, καθώς θεωρούμε ότι κίνηση της ισοτιμίας στην περιοχή του 100 θα αναγκάσει την ιαπωνική κυβέρνηση και την BoJ να επέμβουν, ώστε να εμποδίσουν την ανοδική πορεία του γιεν.

Εμπορεύματα		
Χρυσός	Ουδέτερη	Η επενδυτική ζήτηση για το πολύτιμο μέταλλο παρέμεινε στάσιμη το προηγούμενο τρίμηνο, η τιμή στα παρόντα επίπεδα δεν έχει ενσωματώσει την ενδυνάμωση του δολαρίου και τεχνικά δεν παρουσιάζει κάποια ισχυρή ανοδική ή πτωτική τάση.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Τα θεμελιώδη του πετρελαίου αναμένουμε να συνεχίσουν να βελτιώνονται κυρίως από την πλευρά της ζήτησης. Τεχνικά το πετρέλαιο βρίσκεται σε ανοδική τάση. Περιμένουμε συνέχιση της κίνησης στο εύρος \$45-\$55, και θεωρούμε τις πτώσεις ευκαιρίες για αγορά.

09

ΠΡΟΤΥΠΑ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΑ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΑ

Η μονάδα **Οικονομικής Ανάλυσης & Επενδυτικής Στρατηγικής** της **Τράπεζας Πειραιώς** απέκτησε την πιστοποίηση **ISO 9001:2008*** από την **TÜV HELLAS** (Οργανισμός Επιθεώρησης και Πιστοποίησης, 100% θυγατρική του Γερμανικού Οργανισμού TÜV NORD Group) για τις μεθοδολογίες που έχει αναπτύξει αναφορικά με τον σχεδιασμό και την επισκόπηση: 1. Μοντέλων Αξιολόγησης Επενδυτικών Επιλογών σε Ομόλογα, Μετοχές, και Αμοιβαία Κεφάλαια και 2. Προτύπων Επενδυτικών Χαρτοφυλακίων. Πρόκειται για τη **μοναδική πιστοποίηση** στο είδος της στην ελληνική αγορά.



*Το ISO 9001 είναι ένα διεθνώς αναγνωρισμένο πρότυπο για τη διαχείριση της ποιότητας και αφορά σε όλες τις κατηγορίες των εταιρειών, ανεξάρτητα από το είδος, το μέγεθος και το παρεχόμενο προϊόν ή υπηρεσία.



1. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η διατήρηση (όχι εγγύηση) του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου πολύ χαμηλής μεταβλητότητας.

Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι δύο έως τρία έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

Ο επενδυτής αποδέχεται την πιθανότητα μικρής μείωσης της αρχικής αξίας του κεφαλαίου του, εκθέτοντας το χαρτοφυλάκιό του στον κίνδυνο των επιτοκίων προκειμένου να επιτύχει αποδόσεις που μπορεί να πλησιάζουν ή να καλύπτουν τον πληθωρισμό.

Οι ανάγκες ρευστότητας μεσοπρόθεσμα είναι περιορισμένες.

2. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η ελαφρά ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου χαμηλής μεταβλητότητας.

Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι δύο έως τρία έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

Ο επενδυτής αποδέχεται την πιθανότητα μικρής μείωσης της αρχικής αξίας του κεφαλαίου του, εκθέτοντας το χαρτοφυλάκιό του στον κίνδυνο των επιτοκίων προκειμένου να επιτύχει **αποδόσεις που μπορεί** να πλησιάζουν ή να καλύπτουν τον πληθωρισμό.

Οι ανάγκες ρευστότητας μεσοπρόθεσμα είναι περιορισμένες.

3. Σκοπός επένδυσης

Στόχος η σταδιακή ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου μεσαίας μεταβλητότητας.

Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι δύο έως τρία έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

Ο επενδυτής αποδέχεται την πιθανότητα μείωσης της αρχικής αξίας του κεφαλαίου του, εκθέτοντας το χαρτοφυλάκιό του στον κίνδυνο των επιτοκίων και των μετοχών. 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

Στόχος η ενίσχυση του αρχικού κεφαλαίου μέσω ενός χαρτοφυλακίου υψηλής μεταβλητότητας.

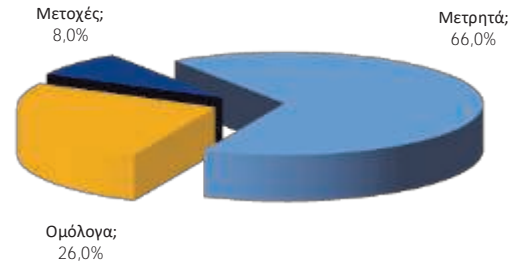
Η εύλογη χρονική διάρκεια της επένδυσης είναι τρία έτη.

Επενδυτικό Προφίλ

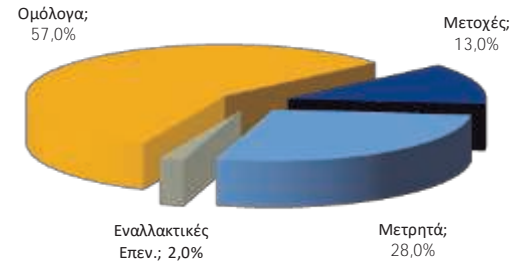
Ο επενδυτής είναι διατεθειμένος να αναλάβει κίνδυνο σε μεγάλο τμήμα του κεφαλαίου του, εκμεταλλευόμενος τις τάσεις της οικονομίας και των αγορών, ώστε να επιτύχει σημαντικές αποδόσεις.

Ανάγκες ρευστότητας μεσοπρόθεσμα δεν υπάρχουν.

Cash Plus



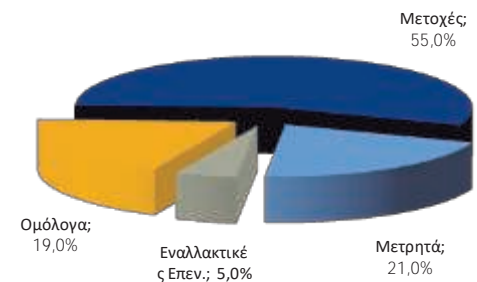
Συντηρητικό



Ισορροπημένο



Αναπτυξιακό



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεκκός Ηλίας
Chief Economist

Lekkosi@piraeusbank.gr
Τηλ: 2103288120

Πατίκης Βασίλειος
Head

Patikisv@piraeusbank.gr
Τηλ: 2103739178

Οικονομική Ανάλυση

Αγγελοπούλου Αναστασία

Aggelopouloua@piraeusbank.gr
Τηλ: 2163004488

Πολυχρονόπουλος Διονύσης

Polychronopoulosd@piraeusbank.gr
Τηλ: 2163004493

Παπακώστας Χρυσοβαλάντης

Papakostasc@piraeusbank.gr
Τηλ: 2163004491

Ρότσικα Δημητρία

Rotsikad@piraeusbank.gr
Τηλ: 2163004494

Στάγγελ Ειρήνη

Staggelir@piraeusbank.gr
Τηλ: 2163004495

Επενδυτική Στρατηγική

Δαμαλάς Ξενοφών

damalax@piraeusbank.gr
Τηλ: 2163004511

Δούλος Δημήτρης

doulosd@piraeusbank.gr
Τηλ: 2163004513

ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφεξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από τον 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 νομίσιμα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης. Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές. Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία, και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων: α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση ή όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών. β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες. γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς. δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες. ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν σημείωμα. Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της. Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

- τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκτεφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,
- οι προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.

Η διανομή του παρόντος εντύπου εκτός Ελλάδος μπορεί να υπόκειται σε περιορισμούς ή απαγορεύσεις σύμφωνα με την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία, ώστε να διευκρινήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.



ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ