

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



## Διεθνείς Οικονομίες & Αγορές: 2016, Επιφυλακτική Επιστροφή στη Νομισματική «Κανονικότητα»

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική  
15 Δεκεμβρίου 2015

Λεκκός Ηλίας [LekkosI@piraeusbank.gr](mailto:LekkosI@piraeusbank.gr)  
Πατίκης Βασίλης [PatikisV@piraeusbank.gr](mailto:PatikisV@piraeusbank.gr)  
Πολυχρονόπουλος Διονύσης [PolychronopoulosD@piraeusbank.gr](mailto:PolychronopoulosD@piraeusbank.gr)  
Κωνσταντού Ευαγγελία [KonstantouE@piraeusbank.gr](mailto:KonstantouE@piraeusbank.gr)  
Παπακώστας Βαλάντης [PapakostasC@piraeusbank.gr](mailto:PapakostasC@piraeusbank.gr)  
Γιαννακίδης Χάρης [GiannakidisCh@piraeusbank.gr](mailto:GiannakidisCh@piraeusbank.gr)

Τράπεζα Πειραιώς  
Βασ. Σοφίας 94 & Κερασούντος 1, 11528, Αθήνα  
Τηλ: (+30) 210 328 8187, Φαξ: (+30) 210 3739580

[researchdivision@piraeusbank.gr](mailto:researchdivision@piraeusbank.gr)

Bloomberg Page: <PBGR>



## Περίγραμμα για το 2016

- **Ο βαθμός αβεβαιότητας για το 2016 αναμένεται να είναι υψηλότερος** του συνηθισμένου, καθώς μια σειρά από αλληλοσυνδεόμενους παράγοντες βρίσκονται πιθανώς κοντά σε σημεία καμπής. Το 2016 αναμένεται να είναι η χρονιά όπου θα δοκιμαστεί η προσπάθεια της FED για «κανονικοποίηση» της νομισματικής πολιτικής. Παράλληλα, όμως, ήδη παρατηρούνται σημαντικές τάσεις επιβράδυνσης στην οικονομία με χαρακτηριστικότερη την ύφεση στη μεταποίηση. **Οι δυνάμεις αυτές είναι πιθανότερο να ενταθούν δυσκολεύοντας τους στόχους της κεντρικής τράπεζας.**
- **Η οικονομία της Κίνας εμφανίζεται να βρίσκεται μεταξύ σταθεροποίησης και εντονότερης επιδείνωσης**, σε ένα περιβάλλον όπου η επερχόμενη αύξηση των αμερικανικών επιτοκίων και η μείωση των εγχωρίων συναλλαγματικών διαθέσιμων καθιστούν τον πολύ υψηλό εσωτερικό δανεισμό πιο επικίνδυνο, καθώς έτσι αυξάνονται και οι δυνάμεις υποτίμησης του κινεζικού νομίσματος (γουάν). **Μέσα στο 2016 σημαντική θα είναι η αντιμετώπιση των πιέσεων αυτών από τις κινέζικες αρχές καθώς μια προσπάθεια στήριξης του νομίσματος θα οδηγούσε σε σημαντική μείωση των συναλλαγματικών αποθεμάτων (μέσω της πώλησης των αμερικανικών κρατικών ομολόγων που συνεπάγεται) και θα λειτουργούσε ως αντίστροφη ποσοτική χαλάρωση με αρνητικό αντίκτυπο στην παγκόσμια οικονομία, τις αγορές και το δολάριο.** Οι κινέζικες αρχές βρίσκονται σε πιθανό αδιέξοδο καθώς η προσπάθεια στροφής της οικονομίας από τις επενδύσεις και τη μεταποίηση, στις υπηρεσίες και την κατανάλωση χρειάζεται ένα σχετικά δυνατό γουάν, αλλά παράλληλα δημιουργεί οικονομική επιβράδυνση και δυνάμεις υποτίμησης του νομίσματος. Ο συνδυασμός των παραγόντων αυτών στις ΗΠΑ και την Κίνα βρίσκεται πίσω από τη σημαντική πτώση των πρώτων υλών και της τιμής του πετρελαίου, οι οποίες οδηγούν τον πληθωρισμό σε πτωτική πορεία παγκοσμίως.
- Στην Ευρωζώνη, με αφορμή τις εξωγενείς αποπληθωριστικές δυνάμεις και το «γράμμα» της αποστολής της ΕΚΤ (διατήρηση πληθωρισμού πλησίον αλλά υπό του 2%), η ΕΚΤ προσπαθεί στην ουσία να στηρίξει την οικονομία, ιδίως στις χώρες της περιφέρειας, μέσα από την αύξηση της προσφοράς χρήματος. **Ο εξωγενής χαρακτήρας του πληθωρισμού είναι πιθανόν να δημιουργήσει προβλήματα στην ΕΚΤ τόσο σε σχέση με την αξιοπιστία της όσο και σε σχέση με τις ανησυχίες της γερμανικής πλευράς κυρίως όσον αφορά την επέκταση του χαρτοφυλακίου της κεντρικής τράπεζας.** Παράλληλα, τα θέματα νομισματικής πολιτικής παράλληλα με τις πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη και το μεταναστευτικό διαγράφουν ένα πλαίσιο φυγόκεντρων δυνάμεων. Αυτό, όμως, δεν συνάδει με μια πορεία βαθύτερης οικονομικής και πολιτικής ολοκλήρωσης η οποία είναι αναγκαία για την αποτελεσματικότερη λειτουργία της οικονομίας της Ευρωζώνης η οποία, όχι μόνο παραμένει ιδιαίτερα ευάλωτη σε πολύ πιθανούς αρνητικούς εξωτερικούς κλυδωνισμούς, αλλά και συνεχίζει να παρουσιάζει εμμένουσες αποκλίσεις σε θέματα παραγωγικότητας μεταξύ της Γερμανίας και των υπολοίπων μεγάλων οικονομιών. Οι αποκλίσεις αυτές εντείνουν τις φυγόκεντρες τάσεις στα θέματα νομισματικής και γενικότερης πολιτικής που αναφέραμε.



## Executive Summary: Οικονομία ΗΠΑ & FED

- **Επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης καταδεικνύει η πλειοψηφία των πρόδρομων δεικτών.** Ειδικότερα, η υποχώρηση των πρόδρομων δεικτών της μεταποίησης σε επίπεδα που υποδηλώνουν συρρίκνωση της δραστηριότητας, καθώς και η σημαντική μείωση του λόγου των νέων παραγγελιών προς τα αποθέματα στους πρόδρομους δείκτες των εκτός μεταποίησης επιχειρηματικών τομέων αυξάνουν τους κινδύνους για σημαντική επιβράδυνση στην οικονομία συνολικά.
- Ο μεσοπρόθεσμος ρυθμός σύγκλισης της οικονομίας εκτιμάμε ότι διαμορφώνεται στο 2,4%, έχοντας όμως υποστεί σημαντική καθοδική αναθεώρηση από το 2,8% και το 3,2%, που ήταν οι εκτιμήσεις πριν από δύο και πέντε μήνες αντίστοιχα. **Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθεί το 2015 στο 2,5%, ενώ για το 2016 αναμένουμε επιβράδυνση στο 2,3%.** Η σημαντική ενίσχυση που έχει σημειωθεί στην ισοτιμία του USD και στη χρηματοδότηση των νοικοκυριών και των επιχειρήσεων στηρίζουν τη μεγέθυνση της εσωτερικής ζήτησης. Αντίθετα, η δραστηριότητα του εξωτερικού εμπορίου αναμένεται να συμβάλει αρνητικά, λόγω της σημαντικής ενίσχυσης της ισοτιμίας του USD και της αυξημένης αβεβαιότητας για την οικονομία της Κίνας και άλλων μεγάλων οικονομιών.
- Τα θετικά στοιχεία του διμήνου Οκτωβρίου – Νοεμβρίου για την αγορά εργασίας καθιστούν σχεδόν βέβαιη την αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου από τη FED στην επικείμενη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου. Όμως, **η διαδικασία της επιστροφής προς την «κανονικότητα» της νομισματικής πολιτικής εκτιμούμε ότι θα είναι πολύ βραδύτερη σε σχέση με τις αντίστοιχες περιπτώσεις του παρελθόντος,** καθώς ο πληθωρισμός θα αποκλίνει σε μεγάλο βαθμό από το επιθυμητό επίπεδο τόσο λόγω της συνεχούς μείωσης των τιμών ενέργειας και της ενίσχυσης του USD στο παρελθόν, αλλά και λόγω της πολύ μικρής αναμενόμενης συμμετοχής της αγοράς εργασίας και των μισθών στην αύξηση των τιμών.
- Επιπλέον, η πιθανή (με βάση τα στοιχεία των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών) επιβράδυνση της οικονομίας, η σημαντική υποχώρηση που έχει καταγραφεί στα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας (που αυξάνει τους κινδύνους του διεθνούς περιβάλλοντος) και **η πολιτική χαλάρωσης που ακολουθείται από την πλειοψηφία των άλλων μεγάλων κεντρικών τραπεζών συντείνουν στην επιφυλακτικότερη επιστροφή στην «κανονικότητα».**



## Executive Summary: Οικονομία Ευρωζώνης & ΕΚΤ

- Η εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ, καθώς και οι πρόσφατες αποφάσεις για περαιτέρω χαλάρωση αυξάνουν την πιθανότητα για επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης. Αντίθετα, η υποχώρηση των προσδοκιών για εισαγωγές σε Κίνα και ΗΠΑ και οι «φυγόκεντρες» τάσεις (οικονομικές και πολιτικές) που διαφαίνεται να ενισχύονται στην Ευρωπαϊκή Ένωση αποτελούν κινδύνους που μπορούν να επηρεάσουν αρνητικά την οικονομία της Ευρωζώνης.
- Ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθεί το 2015 στο 1,5%, ενώ για το 2016 αναμένουμε επιτάχυνση στο 1,8%. Η ενίσχυση της χρηματοδότησης των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών και το χαμηλότερο κόστος εξυπηρέτησης του δημόσιου και ιδιωτικού χρέους (ως αποτελέσματα της εφαρμογής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ) στηρίζουν την ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης. Δηλαδή, το 2016 εκτιμούμε ότι η χαλαρή νομισματική πολιτική θα συνδυαστεί με ευνοϊκή δημοσιονομική πολιτική για τις περισσότερες χώρες – μέλη της Ευρωζώνης.
- Σε μεγάλο βαθμό η αποτελεσματικότητα των μέτρων της ΕΚΤ εξαρτάται από εξωγενείς παράγοντες, όπως οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου, καθώς ο στόχος της ΕΚΤ εστιάζεται στο γενικό και όχι στο δομικό πληθωρισμό. Εφόσον οι διεθνείς τιμές ενέργειας παραμείνουν πτωτικές, τότε είναι πιθανό τα υφιστάμενα μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης να αποδειχθούν ότι δεν επαρκούν για την επιστροφή του γενικού πληθωρισμού και των προσδοκιών του πλησίον του στόχου του 2,0%.
- Επιπλέον, η βραδύτερη επιστροφή της FED στην «κανονικότητα» παρέχει τη δυνατότητα στην ΕΚΤ να προβεί στη λήψη αποφάσεων περαιτέρω χαλάρωσης, όχι όμως νωρίτερα από τη συνεδρίαση του Μαρτίου που θα ανακοινωθούν οι νέες μακροοικονομικές προβλέψεις της ΕΚΤ και εφόσον αυτές καταδείξουν περαιτέρω μείωση του αναμενόμενου πληθωρισμού του 2016 και του 2017.
- Όμως, περαιτέρω επέκταση της ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ ενδεχομένως να δημιουργήσει αυξημένο κίνητρο για την αποφυγή υιοθέτησης μέτρων δημοσιονομικής προσαρμογής και διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων, αποτελώντας σημαντικό κίνδυνο για τη μακροχρόνια συνοχή και ανάπτυξη της Ευρωζώνης. Επιπλέον, η Γερμανία και κάποιες άλλες χώρες αντιτίθενται στην εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης.





## Executive Summary: **Αγορές (I)**

- Κατά τη διάρκεια του τελευταίου μήνα (17/11/2015 – 11/12/2015), σημαντικές απώλειες καταγράφηκαν στις διεθνείς τιμές του πετρελαίου (-9,5% στο Brent και -12,5% στο NYMEX), στα εμπορεύματα (-6,5%), στα χρηματιστήρια της Ευρωζώνης (-7%) και των αναδυόμενων αγορών (-6%), ενώ αντίθετα η ισοτιμία EURUSD ενισχύθηκε κατά 3%. Από την αρχή του έτους (έως τις 11/12/2015), αρνητική απόδοση έχει σημειωθεί στους μετοχικούς δείκτες των ΗΠΑ (-2%) και των αναδυόμενων αγορών (-19%) ενώ, αντίθετα, θετική απόδοση έχει καταγραφεί στους μετοχικούς δείκτες της Ιαπωνίας (10%) και της Ευρωζώνης (2%). Παράλληλα, μεγάλη αρνητική απόδοση έχει σημειωθεί στο πετρέλαιο (-33% σε Brent και NYMEX), στα εμπορεύματα (-25%), στο χρυσό (-9%) και στην ισοτιμία EURUSD (-9%).
- **Οι μετοχικές αγορές των ΗΠΑ εισέρχονται στο 2016 σημαντικά υπερτιμημένες σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας ενώ, παράλληλα, οι προβλέψεις μας για την εταιρική κερδοφορία παραμένουν αρνητικές.** Ο λόγος τιμής προς κέρδη της τάξης του 18, αν και δεν είναι σημαντικά υψηλότερος από τον ιστορικό μέσον όρο (γύρω στο 16) και θα μπορούσε να εκλογικευτεί εν μέρει από τα χαμηλά επιτόκια, δεν θεωρούμε ότι είναι διατηρήσιμος καθώς παραμένουμε σε μια «μη κανονική περίοδο» που, παρά τα χαμηλά επιτόκια, η κυκλοφορία του χρήματος παραμένει πολύ χαμηλή. Οι πρόσφατες ανοδικές πιέσεις στο κόστος του μακροχρόνιου εταιρικού δανεισμού επιδεινώνουν τις πιέσεις στις αποτιμήσεις. Παράλληλα, η ύφεση στη μεταποίηση και το αδύναμο διεθνές περιβάλλον συνεχίζουν να συντηρούν την επιβράδυνση στην εταιρική κερδοφορία. Μια ιδιαίτερα ήπια ρητορική της FED ύστερα από την πολύ πιθανή αύξηση των επιτοκίων στις 16/12 θα μπορούσε να αποτελέσει παράγοντα στήριξης.
- **Η οικονομία της Ευρωζώνης παραμένει σε φάση ανάκαμψης, ενώ παράλληλα και η ΕΚΤ συνεχίζει να επεκτείνει τον ισολογισμό της. Οι παράγοντες αυτοί θα συνηγορούσαν σε καλύτερη επίδοση των ευρωπαϊκών μετοχών έναντι των αμερικανικών.** Η αυξημένη ευαισθησία της ευρωπαϊκής οικονομίας σε περιβάλλον παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης αλλά και η αβεβαιότητα σχετικά με το κατά πόσο η ΕΚΤ θα μπορέσει να προσφέρει νομισματική χαλάρωση πέρα από αυτή που έχει ήδη προεξοφληθεί αποτελούν παράγοντες κινδύνου.



## Executive Summary: **Αγορές (II)**

- **Οι ομολογιακές αγορές στις ΗΠΑ εμφανίζονται να αποτιμούν επαρκώς το μακροοικονομικό περιβάλλον καθώς δεν παρατηρούμε σημαντικές αποκλίσεις στις εκτιμήσεις μας για τις δεκαετίες αποδόσεις από τις παρούσες τιμές.** Ιδιαίτερο ενδιαφέρον αναμένεται να έχουν οι κινήσεις της καμπύλης των αποδόσεων καθώς το βραχυπρόθεσμο τμήμα της θα επηρεάζεται από την προδιάθεση της FED για ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής αλλά και από τις πτωτικές τάσεις των συναλλαγματικών αποθεμάτων στην Κίνα, ενώ το μακροπρόθεσμο από τα κυκλικά οικονομικά στοιχεία. Έτσι, λοιπόν, οι παράγοντες στο βραχυπρόθεσμο τμήμα της καμπύλης θα δίνουν έναν σταθεροποιητικό προς ανοδικό τόνο στις αποδόσεις, ενώ στο μακροπρόθεσμο μέρος της η διάχυση της επιβράδυνσης από τη μεταποίηση στην υπόλοιπη οικονομία αυξάνει την πιθανότητα πτωτικών πιέσεων.
- **Στην Ευρωζώνη, η επεκτατική πολιτική της ΕΚΤ έχει προκαλέσει σημαντικές αποκλίσεις στις δεκαετίες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων από εκτιμήσεις που βασίζονται στον οικονομικό κύκλο.** Όμως, όπως έδειξε και η συμπεριφορά της αγοράς στις πρόσφατες ανακοινώσεις της ΕΚΤ, ένα μεγάλο μέρος της νομισματικής επέκτασης στην Ευρωζώνη θα μπορούσε να θεωρηθεί προεξοφλημένο. Έτσι, σε σχέση με την κλίση της καμπύλης των ομολόγων στη Ευρωζώνη, το μπροστινό μέρος θεωρείται σχετικά σταθερό κοντά στο επιτόκιο καταθέσεων της κεντρικής τράπεζας, ενώ το μακρινό θα έχει μια ανοδική προδιάθεση καθώς η θετική πορεία ανάπτυξης θα προσφέρει αφορμές στην αγορά να διορθώσει τη σημαντική στρέβλωση που παρατηρείται. Βέβαια, μια σχετικά ταχύτερη/εντονότερη επιβράδυνση στις ΗΠΑ ή στην Κίνα θα είχε το αντίθετο αποτέλεσμα, όπως και η ανάδυση παραγόντων πολιτικής αβεβαιότητας και φυγόκεντρων δυνάμεων στην Ευρωζώνη.
- **Εξετάζοντας τη σχέση του διευτούς spread ΗΠΑ-Γερμανίας με τα οικονομικά στοιχεία αλλά και με σχετικές αγορές (τιμή πετρελαίου, ισοτιμία EURUSD) εκτιμούμε ότι στα πρόσφατα υψηλά του 1,38% ένα μεγάλο μέρος της απόκλισης των νομισματικών πολιτικών είναι πιθανώς προεξοφλημένο.** Η εκτίμηση αυτή έχει σημαντικό αντίκτυπο και στις υπόλοιπες αγορές και ιδίως στην ισοτιμία ευρώ-δολαρίου η οποία έχει πρόσφατα μεγάλο βαθμό θετικής συσχέτισης με τη διετή διαφορά αποδόσεων Γερμανίας – ΗΠΑ. Όμως, η ισοτιμία EURUSD είναι ιδιαίτερα εκτεθειμένη σε φυγόκεντρες δυνάμεις καθώς στην Ευρωζώνη, τόσο σε πολιτικό όσο και σε οικονομικό πεδίο, όχι μόνο δεν διαφαίνεται τάση για ουσιαστικότερη σύγκλιση/ενοποίηση, αλλά πολλές οικονομικές μεταβλητές όπως η ανταγωνιστικότητα παρουσιάζουν εμμένουσες τάσεις απόκλισης. Οι τάσεις αυτές, συνοδευόμενες και με άλλα θέματα όπως το μεταναστευτικό αλλά και η προοπτική εξόδου της Μ. Βρετανίας από την ΕΕ, καθιστούν δυσκολότερη μια ουσιαστικότερη ευρωπαϊκή ενοποίηση και ιστορικά είναι συνδεδεμένες με άνοδο της μεταβλητότητας του ευρώ και άλλων ευρωπαϊκών αξιών.



---

## *Οικονομική Ανάλυση ΗΠΑ*



## Οικονομικός Κύκλος ΗΠΑ: Επιδείνωση των στοιχείων

Από την ποσοτική επεξεργασία των στοιχείων του πρόδρομου δείκτη ISM Manufacturing προκύπτει ότι η δραστηριότητα του μεταποιητικού τομέα βρίσκεται από τον Ιούλιο στη φάση της ύφεσης.

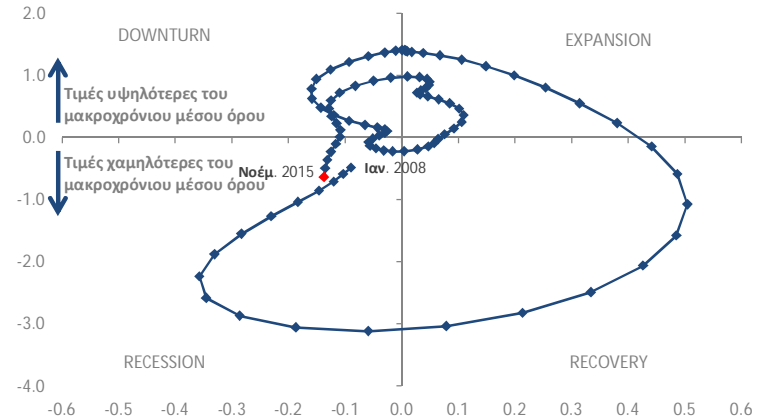
Ο συνολικός πρόδρομος δείκτης, ο οποίος αποτελεί τη συνισταμένη πέντε πρόδρομων δεικτών (ISM Μεταποίησης, ISM Υπηρεσιών, CCI(CB)\*, CCI(UoM)\* και NAHB\*) εξακολουθεί να βρίσκεται στη φάση της επιβράδυνσης, αλλά μετατοπίστηκε πλησιέστερα στον άξονα που διαχωρίζει τις φάσεις της επιβράδυνσης και της ύφεσης.

Αυτό οφείλεται στο ότι και οι δύο πρόδρομοι δείκτες του καταναλωτή μετατοπίστηκαν στη φάση της επιβράδυνσης, καθώς και ο πρόδρομος επιχειρηματικός δείκτης του τομέα των υπηρεσιών που αντιστοιχεί περίπου στο 85% της οικονομίας. Επιπλέον, ο πρόδρομος δείκτης (NFIB) των μικρομεσαίων επιχειρήσεων εξακολουθεί να βρίσκεται στη φάση της ύφεσης.

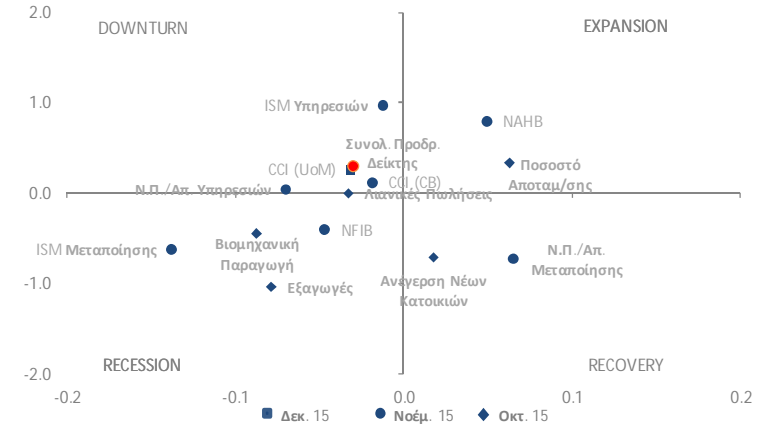
Ο δείκτης που προκύπτει από το ηγλικό του επιμέρους δείκτη των νέων παραγγελιών προς αυτού των αποθεμάτων στο μεταποιητικό τομέα (που δυνητικά αποτελεί πρόδρομο δείκτη για το γενικό δείκτη ISM) μετατοπίστηκε στη φάση της ανάκαμψης για τη μεταποίηση (σηματοδοτώντας θετική εξέλιξη) και πολύ κοντά στον άξονα που διαχωρίζει τις φάσεις της επιβράδυνσης και της ύφεσης για τις υπηρεσίες (σηματοδοτώντας αρνητική εξέλιξη).

Ο τομέας της κατασκευής κατοικιών βρίσκεται εμφανώς στη φάση της ανάπτυξης, ενώ στη συγκεκριμένη φάση μετατοπίστηκε και το ποσοστό αποταμίευσης που αποτελεί (σε συνδυασμό με τη μετατόπιση στη φάση της επιβράδυνσης των πρόδρομων δεικτών του καταναλωτή) αποθαρρυντική ένδειξη για την εξέλιξη της κατανάλωσης.

Οικονομικός κύκλος ISM-Μεταποίησης



Οικονομικοί κύκλοι βασικών μακρο-μεταβλητών



\*N.Π. / Απ.: Νέες Παραγγελίες / Αποθέματα  
 CCI (CB): Πρόδρομος Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτή (Conference Board)  
 CCI (UoM): Πρόδρομος Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτή (University of Michigan)  
 NAHB: Πρόδρομος Δείκτης Κατασκευαστών Κατοικιών  
 NFIB: Πρόδρομος Δείκτης Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων





## ΗΠΑ - Τρέχουσα Συγκυρία (I): Χειροτέρευση των επιχειρηματικών προσδοκιών

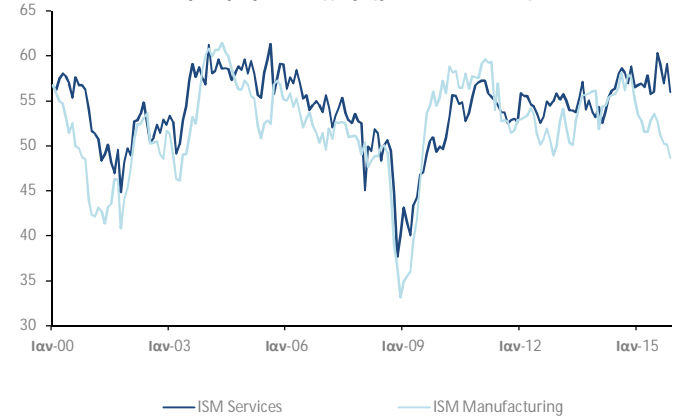
Η πλειοψηφία των πρόδρομων δεικτών κινήθηκε πτωτικά κατά τη διάρκεια του Νοεμβρίου. Ειδικότερα, **απρόσμενη υποχώρηση στο 48,6, κάτω από το όριο του 50, που διαχωρίζει την ανάπτυξη από τη συρρίκνωση, κατέγραψε ο δείκτης ISM στη μεταποίηση αποτελώντας τη χαμηλότερη τιμή από τον Ιούνιο του 2009, έναντι 50,5 της μέσης εκτίμησης της αγοράς και 50,1 τον Οκτώβριο.** Από τους επιμέρους δείκτες, τη μεγαλύτερη πτώση εμφάνισαν αυτοί των νέων παραγγελιών και της παραγωγής, ενώ αμετάβλητος παρέμεινε ο λόγος των νέων παραγγελιών προς τα αποθέματα (113,7% από 113,8%).

Παράλληλα, ο δείκτης ISM στις υπηρεσίες υποχώρησε στο 55,9, αποτελώντας τη χαμηλότερη τιμή από τον περασμένο Μάιο, έναντι 58,2 της μέσης πρόβλεψης της αγοράς και 59,1 τον Οκτώβριο. Από τους επιμέρους δείκτες, σημαντική πτώση είχαν αυτοί των νέων παραγγελιών της επιχειρηματικής δραστηριότητας και της απασχόλησης. **Όμως, σημαντική επιδείνωση σημειώθηκε στο λόγο των νέων παραγγελιών προς τα αποθέματα στο 105,5% από 118,1% τον Οκτώβριο.** Συνεπώς, παραμένει η σημαντική απόκλιση στις προσδοκίες μεταξύ των τομέων της μεταποίησης και των υπηρεσιών, αλλά η δυναμική του τομέα των υπηρεσιών σηματοδοτεί περαιτέρω επιδείνωση.

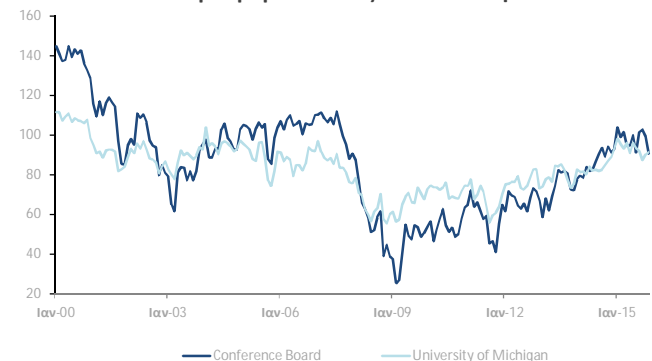
Επιπλέον, ο πρόδρομος δείκτης (NFIB) των μικρομεσαίων επιχειρήσεων μειώθηκε το Νοέμβριο στο χαμηλότερο επίπεδο (όπως και τον περασμένο Ιούνιο) από τις αρχές του 2014.

Αναφορικά με την κατανάλωση, ο πρόδρομος δείκτης του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν ανήλθε στο 91,3 το Νοέμβριο από 90,0 τον Οκτώβριο αποτελώντας μία από τις χαμηλότερες φετινές τιμές. Το Δεκέμβριο εκτιμάται μικρή βελτίωση στο 91,8. Αντίθετα, μεγάλη απρόσμενη μείωση εμφάνισε ο αντίστοιχος δείκτης του Conference Board υποχωρώντας το Νοέμβριο στο 90,4 έναντι 99,1 τον Οκτώβριο, χαμηλότερα και από το κάτω όριο των εκτιμήσεων της αγοράς (96,2). Η εξέλιξη αυτή οφείλεται στη σημαντική επιδείνωση του επιμέρους δείκτη που αποτυπώνει τις προσδοκίες των καταναλωτών.

Πρόδρομοι Επιχειρηματικοί Δείκτες



Πρόδρομοι Δείκτες Καταναλωτή





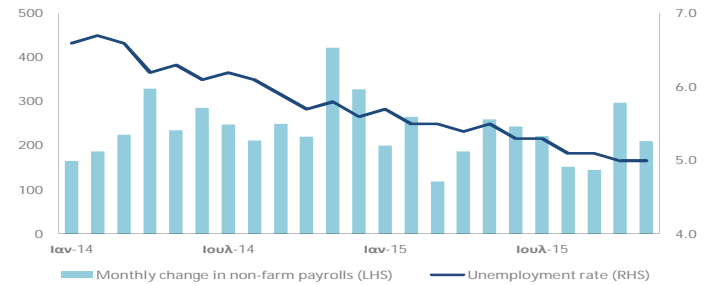
## ΗΠΑ - Τρέχουσα Συγκυρία (II): Θετική δυναμική στην αγορά εργασίας

Θετικά για δεύτερο διαδοχικό μήνα ήταν τα στοιχεία για την αγορά εργασίας, καθιστώντας σχεδόν βέβαιη την αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου από τη Fed στην ερχόμενη συνεδρίαση. Αναλυτικά, από την έρευνα που βασίζεται στις καταστάσεις μισθοδοσίας προκύπτει ότι το Νοέμβριο δημιουργήθηκαν σε εποχικά προσαρμοσμένη βάση 211 χιλ. νέες θέσεις εργασίας έναντι 190 χιλ. της μέσης πρόβλεψης της αγοράς, ενώ αναθεωρήθηκαν ανοδικά και οι νέες θέσεις εργασίας του προηγούμενου μήνα, από τις 271 χιλ. στις 298 χιλ.

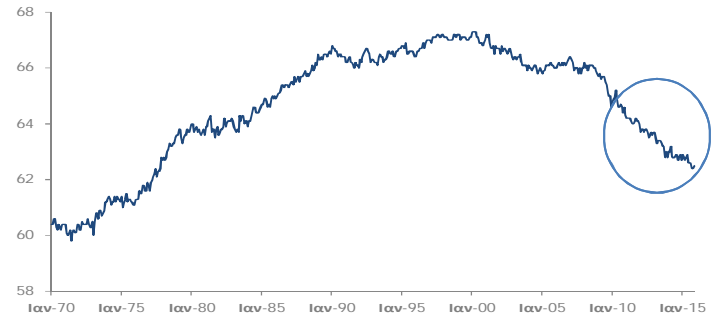
Από το 2011 και ύστερα, η απασχόληση αυξάνεται κατά περίπου 210 χιλ. νέες θέσεις εργασίας σε μηνιαία βάση. **Η απασχόληση ενισχύθηκε κατά 13,3 εκατ. νέες θέσεις εργασίας από το 2010 και ύστερα, υπερκαλύπτοντας την απώλεια των 8,7 εκατ. θέσεων εργασίας που καταγράφηκε τη διετία 2008 - 2009.** Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε από το 9,9% (που είχε διαμορφωθεί στα μέσα του 2010) στο 5,0%. Επιπλέον, το σύνθετο ποσοστό ανεργίας (που λαμβάνει υπόψη του και άλλα χρήσιμα στοιχεία, όπως το ποσοστό των εργαζομένων μερικής απασχόλησης που αναζητούν ανεπιτυχώς να εργαστούν σε θέση πλήρους απασχόλησης) υποχώρησε από το 16,9% στο 9,9% αντίστοιχα.

Όμως, αυτή η σημαντική υποχώρηση του ποσοστού ανεργίας οφείλεται εν μέρει στην **έντονη πτωτική πορεία που έχει ακολουθήσει το ποσοστό συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό από τα τέλη του 2008 και ύστερα (από το 66% στο 62,4%). Δηλαδή, ένα αυξανόμενο μέρος του προϋπάρχοντος εργατικού δυναμικού έχει εξέλθει, δίχως να επιστρέψει στη συνέχεια.** Αξίζει να αναφερθεί ότι για να αυξηθεί το ποσοστό συμμετοχής από το 62% στο 66% χρειάστηκαν περίπου 11 έτη (1977 - 1988), ενώ για μετέπειτα μεγάλη χρονική περίοδο (1988 - 2008) σταθεροποιήθηκε στα επίπεδα του 66% - 67%.

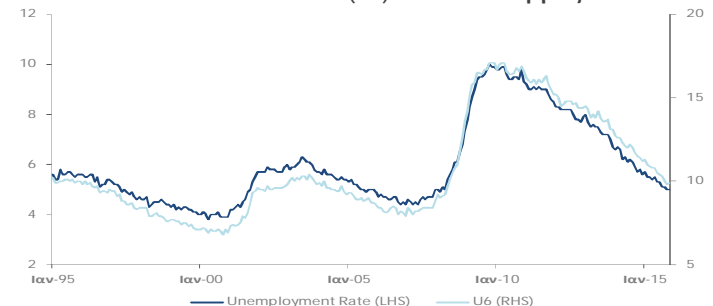
Αγορά Εργασίας



Ποσοστό Συμμετοχής του Πληθυσμού στο Εργατικό Δυναμικό



Κανονικό & Σύνθετο (U6) Ποσοστό Ανεργίας



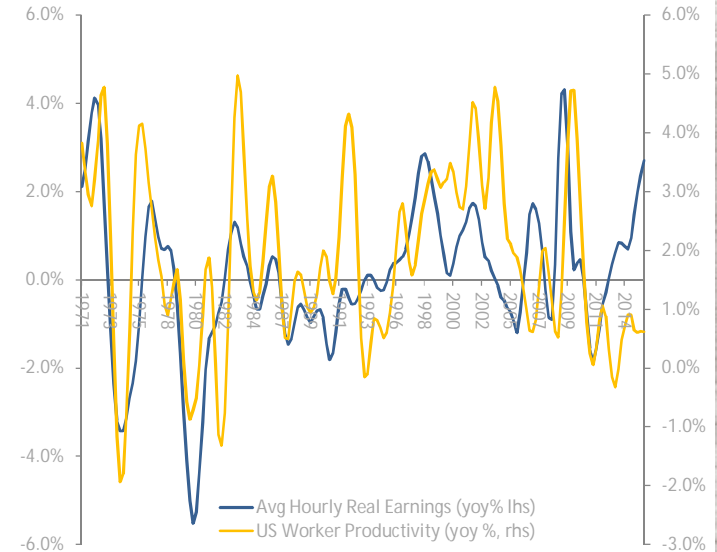


## Ειδικό Θέμα: Αγορά Εργασίας ΗΠΑ

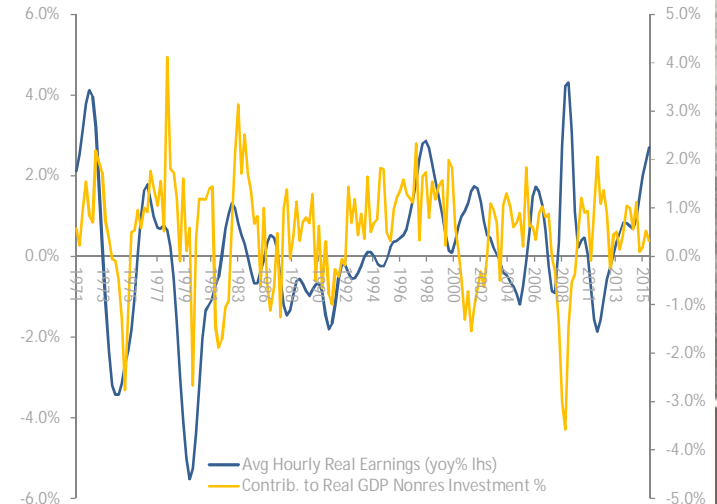
Πέρα από τη σημαντική πτώση της ανεργίας η οποία συνάδει με αύξηση των πραγματικών μισθών, **μια σειρά από μεταβλητές οι οποίες είναι συνδεδεμένες με την πορεία των πραγματικών μισθών δεν συνηγορούν στη συνέχιση της πρόσφατης ανοδικής πορείας τους.** Για παράδειγμα, ο ετήσιος ρυθμός παραγωγικότητας βρίσκεται στο 0,6% και εάν δεν επιταχυνθεί σημαντικά, δύσκολα θα υποστηρίξει έναν ετήσιο ρυθμό αύξησης των πραγματικών μισθών πάνω από το 2,5% που ήδη παρατηρούμε. Παράλληλα, η συνεισφορά των επενδύσεων (εκτός αυτών στα ακίνητα) στην πραγματική ανάπτυξη ήταν γύρω στο 1,2% κατά μέσον όρο την περίοδο 1993-2000 και περίπου στο 0,8% μεταξύ των ετών 2003-2007. Στη φάση που διανύουμε ο μέσος όρος των τεσσάρων τελευταίων τριμήνων βρίσκεται στο 0,3%. Η αύξηση των επενδύσεων συνήθως οδηγεί και σε αύξηση των μισθών λόγω της συμπληρωματικότητας των μέσων παραγωγής. Οι παράγοντες αυτοί οι οποίοι συνδέονται με τους μισθούς επηρεάζουν άμεσα και έμμεσα το ποσοστό ανεργίας μέσω της επίδρασης που έχουν στη ζήτηση.

Στη συνέχεια θα προσπαθήσουμε να εκτιμήσουμε έναν «εύλογο» ρυθμό αύξησης των μισθών και της ανεργίας δεδομένου του γενικότερου οικονομικού περιβάλλοντος. Δεδομένου ότι οι μισθοί προσαρμόζονται σταδιακά στα νέα δεδομένα της οικονομίας, η έννοια του ωρομίσθιου δεν δίνει τη «σωστή» εικόνα καθώς η μεταβολή στις ώρες εργασίας είναι πιο ευμετάβλητη. Επομένως, **σε ένα περιβάλλον σταδιακά προσαρμοζόμενων μισθών, μια ύφεση που οδηγεί σε μείωση των ωρών εργασίας προκαλεί αρχικά μια άνοδο του ωρομισθίου.** Έτσι, επικεντρωνόμαστε στον ετήσιο ρυθμό μεταβολής των πραγματικών μισθών συνολικά όπως αυτοί εμφανίζονται στους λογαριασμούς του ΑΕΠ.

Παραγωγικότητα & Ωρομίσθιο



Συνεισφορά Επενδύσεων στην Ανάπτυξη & Ωρομίσθιο





## Ειδικό Θέμα: Αγορά Εργασίας ΗΠΑ - Εκτιμήσεις Μισθών & Ανεργίας

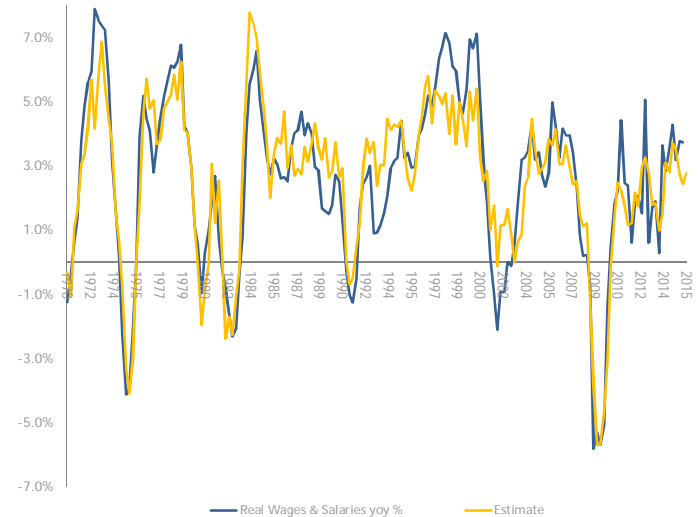
Προσπαθώντας να εκτιμήσουμε μια εύλογη αύξηση των πραγματικών μισθών πέρα από τη μεταβολή στην ανεργία, την παραγωγικότητα και τη συνεισφορά των επενδύσεων στο πραγματικό ΑΕΠ, επιλέγουμε ως μεταβλητές τη χρησιμοποίηση του παραγωγικού (κεφαλαιουχικού) δυναμικού και την ετήσια μεταβολή των ωρών εργασίας. Για να εκτιμήσουμε καλύτερα την επίδραση της αγοράς εργασίας στη διαμόρφωση των μισθών, συμπεριλαμβάνουμε παράλληλα με την πτώση της ανεργίας και τη μειωμένη συμμετοχή στην αγορά εργασίας.

Στο υπόδειγμα αυτό, οι μισθοί έχουν θετική σχέση με τη χρησιμοποίηση του κεφαλαιουχικού δυναμικού, τη συνεισφορά των επενδύσεων στην ανάπτυξη, τις εβδομαδιαίες ώρες εργασίας και την παραγωγικότητα, ενώ σχετίζονται αρνητικά με την ανεργία. Η ευαισθησία των μισθών στους παράγοντες αυτούς είναι σχετικά σταθερή από το 1971 που ξεκινά το δείγμα. Σύμφωνα, λοιπόν, **με την εκτίμησή μας, μια «εύλογη» αύξηση των μισθών στο παρόν περιβάλλον είναι της τάξης του 2,7% σε σχέση με το τρέχον 3,7%.**

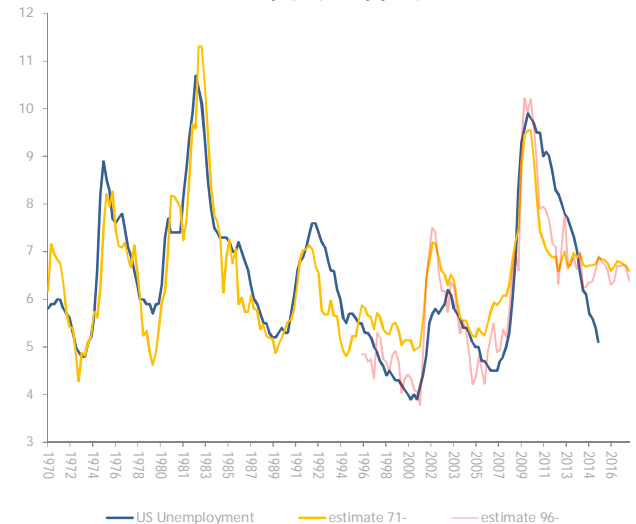
Διενεργούμε και δεύτερη άσκηση όπου εκτιμούμε την ανεργία βάσει αντίστοιχων ερμηνευτικών μεταβλητών (παραγωγικότητα, χρησιμοποίηση κεφαλαιουχικού δυναμικού, ονομαστικοί μισθοί, μεταβλητότητα πληθωρισμού). Εκτιμούμε τη σχέση τόσο από το 1971 και μετά, όσο και μετά από το 1996. Τα συμπεράσματα οδηγούν στο ίδιο συμπέρασμα: **ότι η πρόσφατη πτώση της ανεργίας εμφανίζεται υπερβολική και, δεδομένου του ευρύτερου οικονομικού περιβάλλοντος, ένα ποσοστό ανεργίας της τάξης του 6,5% (αντί του 5,1%) θα ήταν αναμενόμενο.** Τα αποτελέσματα αυτά είναι συνεπή και με μια ξεχωριστή έρευνά μας που συνοψολογίζει την πρόσφατα μειωμένη συμμετοχή του ενεργού πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό.

Συμπερασματικά, λοιπόν, **τα θεμελιώδη που επιδρούν στη διαμόρφωση των μισθών δεν συνάδουν με την επιτάχυνση του πραγματικού κόστους εργασίας.** Επίσης, παρατηρούμε ιστορικά ότι το κόστος εργασίας συνήθως συγκλίνει προς την εκτιμώμενη τιμή, αρχικά με μια προσωρινή επιτάχυνση του πληθωρισμού, μετέπειτα όμως μέσω των αρνητικών πιέσεων στην πραγματική οικονομία (μείωση των ωρών, πτώση της χρησιμοποίησης του παραγωγικού δυναμικού, μείωση των επενδύσεων και τελικά αύξηση της ανεργίας). Παράλληλα, το ποσοστό ανεργίας υπερβάλλει την υπερθέρμανση της αγοράς εργασίας, γεγονός που μειώνει την πιθανότητα επιπλέον πιέσεων στους μισθούς και τις τιμές. Οι ενδείξεις αυτές υποστηρίζουν την άποψή μας για μια ιδιαίτερα ήπια νομισματική πολιτική μέσα στο 2016.

Εκτίμηση Πραγματικών Μισθών



Εκτίμηση Ανεργίας





# ΗΠΑ: Σημαντική Πτωτική Αναθεώρηση του Μεσοπρόθεσμου Ρυθμού Σύγκλισης

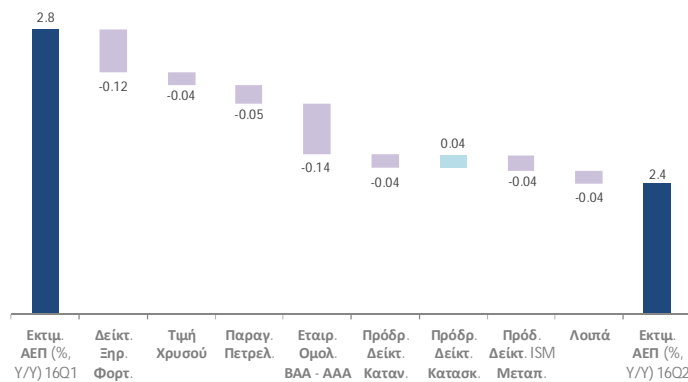


Ο δείκτης Οικονομικής Δραστηριότητας της Τράπεζας Πειραιώς κατασκευάζεται με την μέθοδο ανάλυσης κύριων συνιστωσών (Principal Component Analysis). Ως μεταβλητές έχουν χρησιμοποιηθεί πρόδρομοι δείκτες και στοιχεία των αγορών.

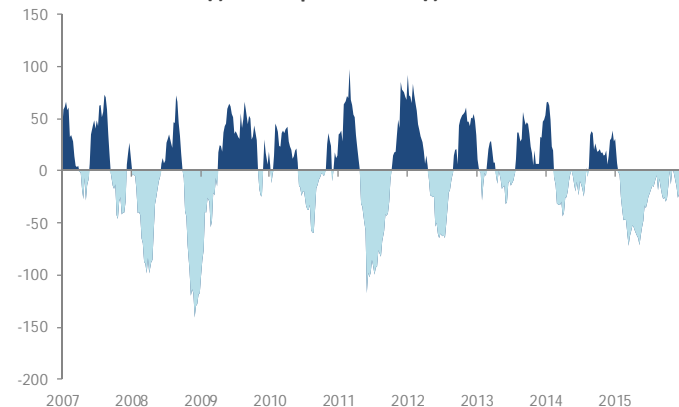
**Μεσοπρόθεσμη Εκτίμηση:** Χρησιμοποιούμε μεταβλητές που σχετίζονται με πρόδρομους οικονομικούς δείκτες και στοιχεία από τις χρηματοπιστωτικές αγορές, για να εκτιμήσουμε τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ για τα επόμενα δύο τρίμηνα. Διαπιστώνουμε ότι **σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα θα μπορεί να συγκλίνει στο 2,4%, σημειώνοντας σημαντική πτώση, έναντι του 2,8% που ήταν η εκτίμησή μας πριν από δύο μήνες και 3,2% που ήταν η εκτίμησή μας πριν από πέντε μήνες.** Η πτωτική αναθεώρηση που προέκυψε με τη χρησιμοποίηση των στοιχείων του διμήνου Οκτωβρίου – Νοεμβρίου οφείλεται κυρίως στη διεύρυνση του περιθωρίου των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων και δευτερευόντως στην υποχώρηση των διεθνών τιμών των ναύλων. Αντίθετα, θετικά συμβάλλουν οι αυξημένες προσδοκίες στον τομέα των κατοικιών.

**Οικονομικές Εκπλήξεις:** Ο δείκτης των οικονομικών εκπλήξεων Citi εξακολουθεί να βρίσκεται σε οριακά αρνητικό έδαφος (διότι τα στοιχεία που ανακοινώνονται είναι κατώτερα έναντι των προσδοκιών). **Η παραμονή του συγκεκριμένου δείκτη σε αρνητικό έδαφος ενδεχομένως να οδηγήσει σε χαμηλότερους ρυθμούς μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ.**

**ΗΠΑ: Επιμερισμός της πρόβλεψης για το ΑΕΠ στις Μεταβλητές**



**Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων Citi, ΗΠΑ**







# ΗΠΑ: Επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης αναμένεται το 2016

Σημαντική επιβράδυνση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου στο τριμηνιαίο ρυθμό (σε ετησιοποιημένη βάση) μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ στο 2,1% από το 3,9% του β' τριμήνου. Παράλληλα, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε στο 2,2% από το 2,7% αντίστοιχα.

Η φάση της επιβράδυνσης, στην οποία βρίσκεται η συνισταμένη των πρόδρομων δεικτών σηματοδοτεί την ανάπτυξη της οικονομίας με ρυθμούς πλησίον του μακροχρόνιου μέσου όρου (2,4%). Συνεπώς, ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης για το 2015 εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθεί στο 2,5% (2014:2,4%). Στη συνέχεια, για το 2016 αναμένουμε επιβράδυνση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης στο 2,3%.

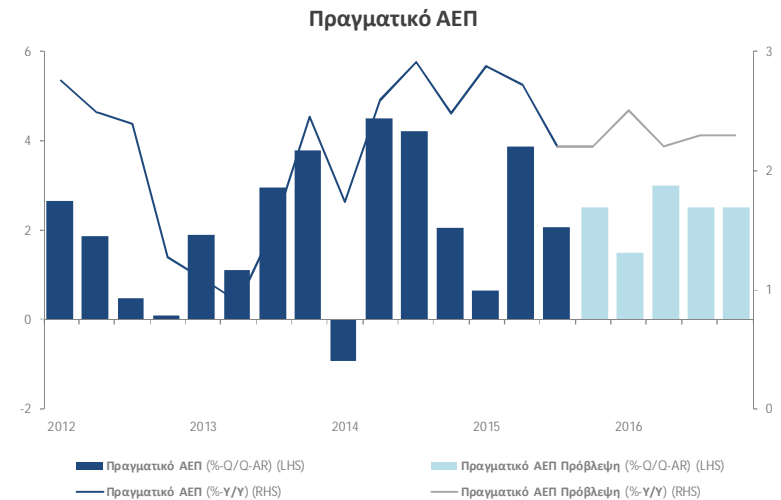
Η ενίσχυση της ισοτιμίας του USD και η επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης στην Κίνα και σε άλλες μεγάλες οικονομίες επηρεάζουν αρνητικά την εξαγωγική δραστηριότητα των ΗΠΑ. Επιπλέον, ο μέσος ετήσιος ρυθμός μεγέθυνσης της κατανάλωσης και των επενδύσεων εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθούν. Αντίθετα, λόγω της σημαντικής συρρίκνωσης του ελλείμματος του προϋπολογισμού κατά τη διάρκεια του πρόσφατου δημοσιονομικού έτους (που ολοκληρώθηκε στις 30/9/2015) και της επερχόμενης εκλογικής χρονιάς εκτιμούμε ότι ο ρυθμός αύξησης των δημόσιων δαπανών θα επιταχυνθεί.

Η αύξηση του πληθωρισμού θα είναι περιορισμένη λόγω της ενίσχυσης της ισοτιμίας του USD και της συνεχιζόμενης μείωσης των τιμών ενέργειας, που μειώνει αλλά δεν εξαλείφει το έντονο αρνητικό αποτέλεσμα βάσης που προκύπτει από τη σύγκριση με τις προηγούμενες υψηλές τιμές τους.

Λόγω του πολύ χαμηλού ποσοστού συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό εκτιμούμε ότι το ποσοστό ανεργίας θα μειώνεται με πολύ βραδύ ρυθμό. Ειδικότερα, αν το ποσοστό συμμετοχής ακολουθήσει πορεία αύξησης – σύγκλισης προς τα προ κρίσης επίπεδα, τότε δεν αποκλείεται το ποσοστό ανεργίας να αρχίσει να αυξάνεται. Παράλληλα, το πολύ χαμηλό ποσοστό συμμετοχής θα οδηγήσει σε πολύ μικρή επιτάχυνση του δομικού πληθωρισμού.

	Q/Q-AR-%								Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία			Εκτιμήσεις							
	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2014	2015	2016
Πραγματικό ΑΕΠ	0.6	3.9	2.1	2.5	1.5	3.0	2.5	2.5	2.4	2.5	2.3
Κατανάλωση	1.8	3.6	3.0	2.5	2.5	3.0	2.5	2.5	2.7	3.1	2.7
Επενδύσεις	8.6	5.0	-0.3	5.0	3.0	7.0	5.0	5.0	5.5	5.3	4.1
Δημόσιες Δαπάνες	-0.1	2.6	1.7	1.0	1.0	1.5	1.5	1.5	-0.6	0.8	1.4
Εξαγωγές	-6.0	5.1	0.9	-1.0	1.0	2.0	2.0	2.0	3.4	1.1	1.5
Εισαγωγές	7.1	3.0	2.2	-3.0	5.0	5.0	5.0	5.0	3.8	4.8	2.5
Headline PCE	0.2	0.3	0.3	0.5	1.1	1.2	1.3	1.5	1.4	0.3	1.3
Core PCE	1.3	1.3	1.3	1.3	1.4	1.5	1.6	1.7	1.5	1.3	1.5
Ποσοστό Ανεργίας	5.6	5.4	5.2	5.0	5.0	4.9	4.8	4.7	6.1	5.3	4.8
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο*	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50/0.75	0.75	0.75/1.00	0.25	0.50	0.75/1.00

\*πρόκειται για το upper bound rate





## FED: Αυξάνεται η πιθανότητα αύξησης του επιτοκίου εντός του 2015

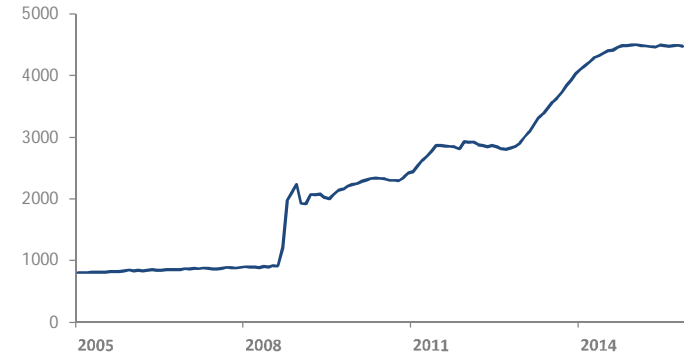
Τα θετικά στοιχεία του διμήνου Οκτωβρίου – Νοεμβρίου για την αγορά εργασίας καθιστούν σχεδόν βέβαιη την αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου από την FED στην ερχόμενη συνεδρίαση, σηματοδοτώντας την έναρξη της επιστροφής στην «κανονικότητα» της νομισματικής πολιτικής. Όμως, εκτιμούμε ότι η διαδικασία της επιστροφής θα είναι αισθητά βραδύτερη – επιφυλακτικότερη σε σύγκριση με τις αντίστοιχες περιόδους του παρελθόντος για τους εξής λόγους:

- α) Η συνεχιζόμενη μείωση στις τιμές ενέργειας και η ενίσχυση της ισοτιμίας του USD καθιστούν πολύ δύσκολη την αύξηση του πληθωρισμού κοντά στο επιθυμητό επίπεδο,
- β) Η πλειοψηφία των πρόδρομων δεικτών σηματοδοτούν επιβράδυνση της ανάπτυξης,
- γ) Η σημαντική μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας και γενικά οι αυξανόμενες ανησυχίες για την επιβράδυνση της οικονομίας της Κίνας,
- δ) η σημαντική μείωση που έχει σημειωθεί στο ποσοστό συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό που αναλύσαμε προηγουμένως και
- ε) Η πλειοψηφία των άλλων μεγάλων κεντρικών τραπεζών (όπως EKT, SNB, BoJ) βρίσκονται σε φάση περαιτέρω χαλάρωσης.

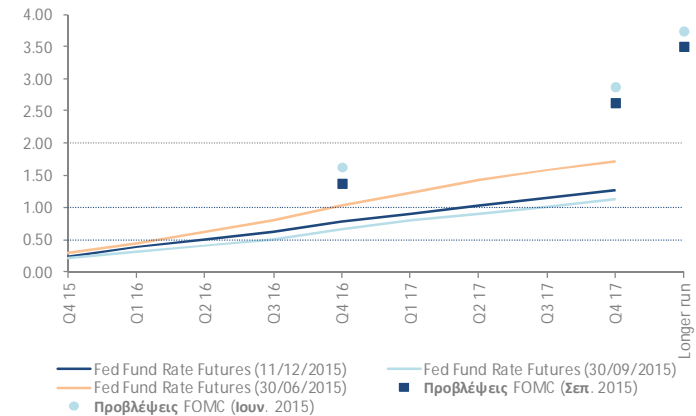
**Στο τέλος του 2016 εκτιμούμε ότι το παρεμβατικό επιτόκιο της FED θα διαμορφώνεται στο 0,75% ή το πολύ στο 1,00%.** Δηλαδή, ύστερα από την αύξηση που αναμένεται να πραγματοποιηθεί στην ερχόμενη συνεδρίαση, κατά τη διάρκεια του 2016 θα πραγματοποιηθούν μία ή το πολύ δύο αυξήσεις.

Σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς, το παρεμβατικό επιτόκιο θα βρίσκεται στο 0,75% στο τέλος του 2016 και θα αυξηθεί στο 1,00% κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2017, αισθητά χαμηλότερα έναντι των εκτιμήσεων του Σεπτεμβρίου των μελών της FED.

FED: Σύνολο Ενεργητικού (σε δις. USD)



Προσδοκίες της αγοράς για το Παρεμβατικό Επιτόκιο





---

## *Οικονομική Ανάλυση Ευρωζώνης*



## «Φυγόκεντρα» Ευρωζώνη

Από πολιτική περιδίνηση και από την ανάπτυξη φυγόκεντρων δυνάμεων χαρακτηρίζεται το τελευταίο διάστημα η Ευρωζώνη και γενικότερα η Ευρωπαϊκή Ένωση αυξάνοντας σημαντικά την αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία της περαιτέρω οικονομικής και πολιτικής ολοκλήρωσης. Ειδικότερα, η ανάγκη οικονομικής στήριξης ορισμένων κρατών της ζώνης του ευρώ, μεταξύ των οποίων και η Ελλάδα, προκάλεσε αναμφίβολα τον πρώτο σοβαρό κλυδωνισμό και ανέδειξε τις εσωτερικές αδυναμίες του ευρώ. Όμως, ακόμη μεγαλύτερη σημασία για το μέλλον της ΕΕ αποκτά η επιτυχής αντιμετώπιση του προσφυγικού ζητήματος καθώς διαφορετικά τίθεται σε δοκιμασία η κοινοτική αλληλεγγύη και εν αμφιβόλω ένας βασικός πυλώνας της ΕΕ που είναι η ελεύθερη μετακίνηση εντός της ανθρώπων και αγαθών.

**Επίσης, ανησυχητική εξέλιξη η ενίσχυση της επιρροής κομμάτων που χαρακτηρίζονται ως ευρωσκεπτικιστικά (π.χ. νέα κυβέρνηση στην Πολωνία)** αλλά και αυτών που βρίσκονται έντονα δεξιά του πολιτικού φάσματος (π.χ. η αναρρίχηση στην πρώτη θέση σε επίπεδο χώρας του κόμματος της κας Μ. Λεπέν στις πρόσφατες περιφερειακές εκλογές στη Γαλλία). Ταυτόχρονα, όλο και πιο έντονα τίθεται από την πλευρά της Αγγλίας η απαίτηση για επαναδιαπραγμάτευση των ευρωπαϊκών συνθηκών με πολύ πιθανή τη διεξαγωγή μεσοπρόθεσμα σχετικού δημοψηφίσματος ("Brexit"). Στον ίδιο προβληματισμό εντάσσεται και το αρνητικό αποτέλεσμα στο πρόσφατο δημοψήφισμα στη Δανία σχετικά με την υιοθέτηση ορισμένων ευρωπαϊκών πρακτικών από τη χώρα. Συνεπώς, αναπόφευκτη είναι η αύξηση των κινδύνων για τα ευρωπαϊκά ομόλογα και τις μετοχές.

Στον τομέα της νομισματικής πολιτικής, η ΕΚΤ με αφορμή την πτώση της τιμής του πετρελαίου και το «γράμμα» της αποστολής της (διατήρηση του πληθωρισμού πλησίον αλλά υπό του 2%) προσπαθεί στην ουσία να στηρίξει την οικονομία, ιδίως στις χώρες της περιφέρειας, μέσα από την αύξηση της προσφοράς χρήματος. Ο εξωγενής χαρακτήρας του πληθωρισμού είναι πιθανόν να δημιουργήσει προβλήματα στην ΕΚΤ τόσο σε σχέση με την αξιοπιστία της, όσο και σε σχέση με τις ανησυχίες της γερμανικής πλευράς κυρίως όσον αφορά την επέκταση του χαρτοφυλακίου της κεντρικής τράπεζας. **Παράλληλα, η οικονομία όχι μόνο παραμένει ιδιαίτερα ευάλωτη σε πολύ πιθανούς αρνητικούς εξωτερικούς κλυδωνισμούς, αλλά και συνεχίζει να παρουσιάζει εμμένουσες αποκλίσεις σε θέματα παραγωγικότητας μεταξύ της Γερμανίας και των υπολοίπων μεγάλων οικονομιών. Οι αποκλίσεις αυτές εντείνουν τις φυγόκεντρες τάσεις στα θέματα νομισματικής και γενικότερης πολιτικής που αναφέραμε.**



# Αποκλίσεις Παραγωγικότητας και Ευρωπαϊκός Επενδυτικός Κίνδυνος

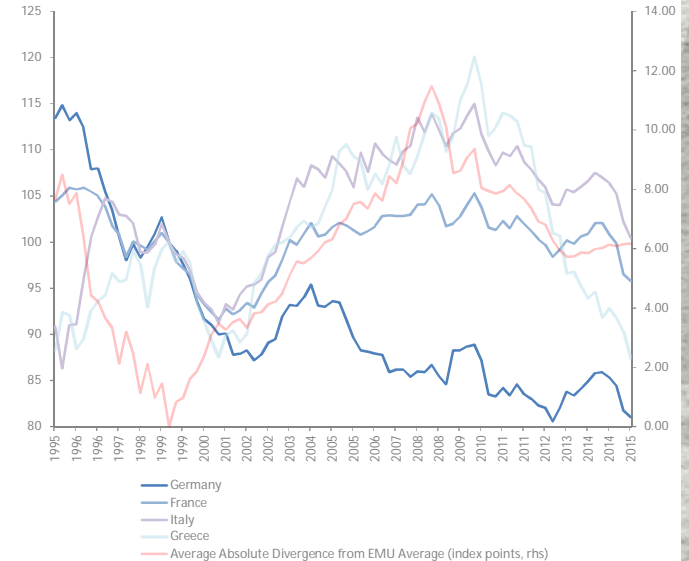
Μελετώντας τους δείκτες μοναδιαίου κόστους εργασίας της ΕΚΤ παρατηρούμε σύγκλιση των τριών μεγαλύτερων οικονομιών κατά την περίοδο 1995-2000 καθώς οι οικονομίες προετοιμάζονταν για την έλευση του ευρώ. Όμως, μετά την εισαγωγή του κοινού νομίσματος, παρατηρούμε μια σημαντική απόκλιση του μοναδιαίου κόστους εργασίας μεταξύ της Γερμανίας και των δυο άλλων βασικών οικονομιών (αλλά και του μέσου ευρωπαϊκού). Η απόκλιση αυτή επιταχύνθηκε λίγο πριν τη μεγάλη Ύφεση του 2008 και οδήγησε τελικά στην κρίση της Ευρωζώνης.

Παρατηρούμε ότι η Γερμανία έχει δείκτη κόστους εργασίας κοντά στο 80, με την Ιταλία και την Γαλλία να βρίσκονται γύρω στα 100 και το μέσο ευρωπαϊκό να βρίσκεται στα 90. Λίγο πριν την κρίση του 2008 η μέση απόλυτη απόκλιση των βασικών οικονομιών από τον ευρωπαϊκό μέσο βρέθηκε στις 12 μονάδες για να υποχωρήσει ως το 2013 στις 6 ως αποτέλεσμα των πολιτικών λιτότητας στην περιφέρεια. Πρόσφατα όμως παρατηρούμε πάλι μια οριακή αύξηση της απόκλισης στους 6,5 πόντους, εν μέρει καθώς το γερμανικό κόστος εργασίας άρχισε πάλι να υποχωρεί οριακά ταχύτερα, ενώ παράλληλα παρατηρούνται σημαντικές αποκλίσεις λόγω σημαντικών πτώσεων σε χώρες όπως η Ελλάδα και η Ιρλανδία (σημαντικά πτωτικά). Η εικόνα είναι πολύ χειρότερη εάν συμπεριλάβουμε ισοβαρώς μικρές χώρες όπως η Εσθονία, η Σκλαβία, η Μάλτα και το Λουξεμβούργο που οι δείκτες τους βρίσκονται μεταξύ του 104 και του 166!

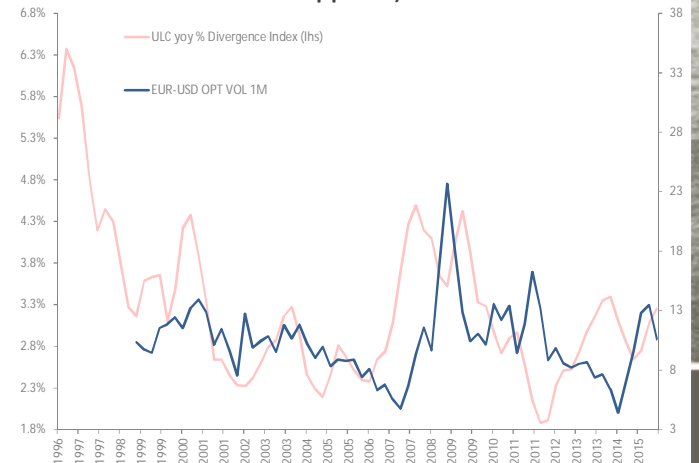
Η μέτρηση της μέσης τυπικής απόκλισης μας δίνει ένα μέτρο των φυγόκεντρων τάσεων στην Ευρωζώνη. Σύμφωνα με το μέτρο αυτό, η Ευρωζώνη βρίσκεται στο επίπεδο απόκλισης του 2006. Όπως φαίνεται και στο πρώτο διάγραμμα, **οι τρεις βασικές οικονομίες της Ευρωζώνης έχουν ένα χάσμα παραγωγικότητας της τάξης του 15-20%**, γεγονός που υποδηλώνει ότι παρά την βελτίωση που παρατηρήσαμε μέχρι το 2013, η σύγκλιση έχει πλέον παύσει και παρατηρείται μια οριακή επανεκκίνηση φυγόκεντρων δυνάμεων οι οποίες μεταφράζονται και σε πολιτικές πιέσεις τόσο σε θέματα νομισματικής, αλλά και ευρύτερης πολιτικής. Θεωρούμε ότι μέρος αυτής της παύσης της σύγκλισης πρέπει να οφείλεται και στις πολιτικές της ΕΚΤ (το «whatever it takes» του Ιουλίου του 2012 και πιο πρόσφατα στις πολιτικές της ποσοτικής χαλάρωσης) οι οποίες παράλληλα με την μείωση του κρατικού κόστους δανεισμού μειώνουν και τα κίνητρα για διαρθρωτικές αλλαγές.

Παράλληλα, παρατηρούμε από το δεύτερο διάγραμμα ότι **η μέτρηση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της μέσης τυπικής απόκλισης του κόστους εργασίας ενδο-ευρωπαϊκά έχει μια ευρεία συσχέτιση με τη μεταβλητότητα της ισοτιμίας του EURUSD**, καθώς μας δίνει μια μετρήσιμη ένδειξη της ατελούς ευρωπαϊκής ολοκλήρωσης η οποία αυξάνει τον κίνδυνο των ευρωπαϊκών αξιών.

Δείκτες Μοναδιαίου Κόστους Εργασίας (ΕΚΤ)



Δείκτης Αποκλίσεων Μεταβολής Μοναδιαίου Κόστους Εργασίας







# Οικονομικός Κύκλος Ευρωζώνης: Στη φάση της ανάπτυξης παραμένει η οικονομία

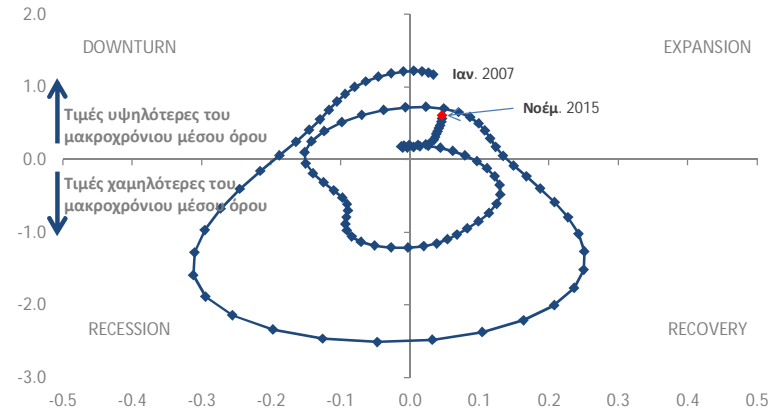
Από την ποσοτική επεξεργασία των στοιχείων του πρόδρομου δείκτη οικονομικού κλίματος, η οικονομία της Ευρωζώνης εξακολουθεί να βρίσκεται στη φάση της ταχύτερης ανάπτυξης από τον Δεκέμβριο του 2014.

Επιπλέον, η πλειοψηφία των μεταβλητών που παρακολουθούμε βρίσκονται επίσης στη φάση της ανάπτυξης (πρώτο τεταρτημόριο).

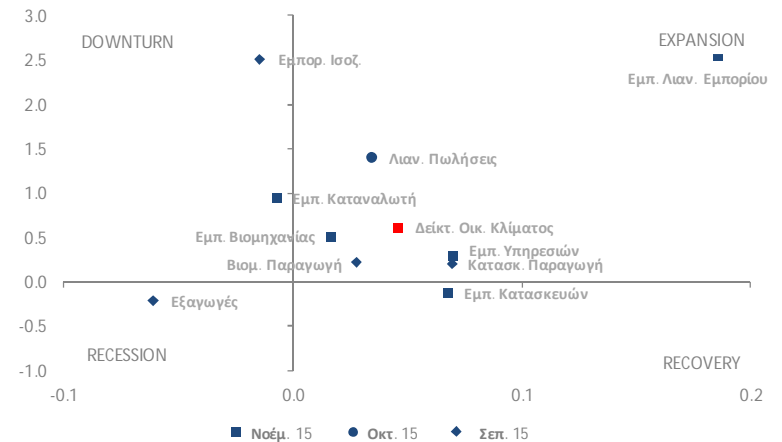
Όμως, ανησυχητική ένδειξη αποτελεί η μετατόπιση της μεταβλητής των εξαγωγών από τη φάση της ανάπτυξης στην ύφεση. Συνεπώς, αποτελεί ένδειξη ότι η επιβράδυνση στην οικονομία της Κίνας και στο μεταποιητικό τομέα των ΗΠΑ επηρεάζουν την εξαγωγική δραστηριότητα της Ευρωζώνης. Όμως, η βιομηχανική και η κατασκευαστική παραγωγή βρίσκονται στη φάση της ανάπτυξης, αντανακλώντας την ανάκαμψη στην εσωτερική ζήτηση.

Ο πρόδρομος δείκτης της εμπιστοσύνης του καταναλωτή επίσης μετατοπίστηκε στη φάση της επιβράδυνσης. Όμως, οι μεταβλητές των λιανικών πωλήσεων και της εμπιστοσύνης του τομέα του λιανικού εμπορίου παραμένουν στην ανάπτυξη.

Οικονομικός κύκλος του Δείκτη Οικ. Κλίματος



Οικονομικοί κύκλοι βασικών μακρο-μεταβλητών





## Ευρωζώνη - Τρέχουσα Συγκυρία: Μείωση της δυναμικής των λιανικών πωλήσεων

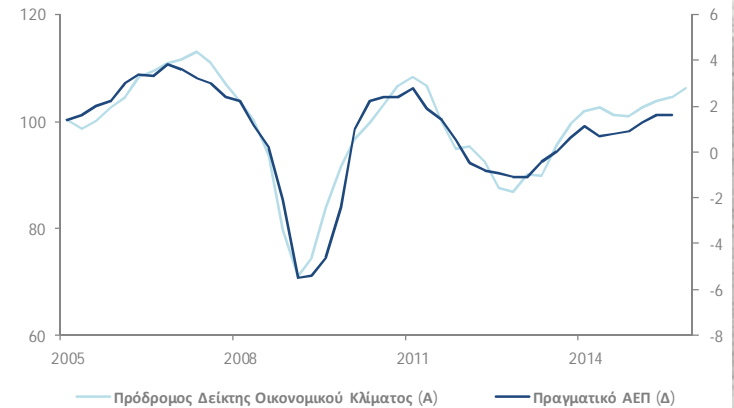
Σε ενθαρρυντικό επίπεδο διατηρήθηκε το Νοέμβριο το οικονομικό κλίμα στην Ευρωζώνη. Συγκεκριμένα, ο σχετικός δείκτης της Ευρωπαϊκής Επιτροπής διαμορφώθηκε στο 106,1, αμετάβλητος σε σχέση με τον Οκτώβριο, παραμένοντας η υψηλότερη τιμή από τον Ιούνιο του 2011. Στους επιμέρους δείκτες, βελτίωση καταγράφηκε στον τομέα των υπηρεσιών και στο δείκτη εμπιστοσύνης καταναλωτή.

Όμως, ένδειξη ότι ο ρυθμός ανάκαμψης της οικονομικής δραστηριότητας στην Ευρωζώνη παραμένει σχετικά αδύναμος καταδεικνύουν τα στοιχεία για την εξέλιξη των λιανικών πωλήσεων, τα οποία δείχνουν ότι η τελευταία αύξησή τους πραγματοποιήθηκε τον περασμένο Ιούλιο. Ειδικότερα, οι εποχικά διορθωμένες λιανικές πωλήσεις μειώθηκαν τον Οκτώβριο κατά 0,1% συγκριτικά με αυτές του Σεπτεμβρίου (Σεπτ. 15/Αύγ. 15: -0,1%), έναντι ανόδου τους κατά 0,1% που γενικά αναμενόταν.

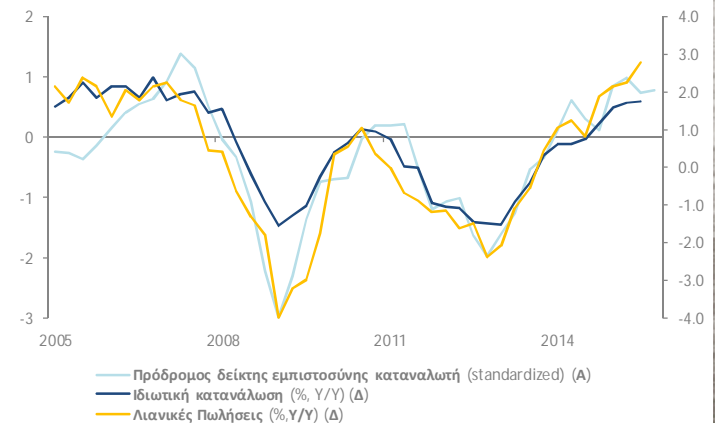
Αμετάβλητος παρέμεινε το Νοέμβριο ο πληθωρισμός, καθώς ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής του εναρμονισμένου δείκτη τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) διαμορφώθηκε το Νοέμβριο στο 0,1%, όσο ήταν και τον Οκτώβριο, έναντι μέσης εκτίμησης της αγοράς για 0,2%. Η επιβράδυνση του ρυθμού μείωσης των τιμών ενέργειας αντισταθμίστηκε πλήρως από τη μικρότερη άνοδο των τιμών των υπηρεσιών και των μη επεξεργασμένων τροφίμων. Η εξέλιξη αυτή οδήγησε στη μείωση το Νοέμβριο του δομικού πληθωρισμού στο 0,9% έναντι 1,1% τον Οκτώβριο.

Στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Ιανουάριο του 2012 βρέθηκε τον Οκτώβριο το ποσοστό ανεργίας, καθώς διαμορφώθηκε στο 10,7% (εποχικά διορθωμένο) έναντι 10,8% το Σεπτέμβριο και 11,5% τον Οκτώβριο του 2014. Ο αριθμός των ανέργων εκτιμάται στα 17,2 εκατ. άτομα, μειωμένος κατά 13 χιλ. άτομα σε σχέση με ένα μήνα πριν και κατά 1.302 χιλ. άτομα σε σχέση με τον περυσινό Οκτώβριο.

Πραγματικό ΑΕΠ & Πρόδρομος Δείκτης Οικονομικού Κλίματος



Ιδιωτική κατανάλωση, Λιανικές Πωλήσεις & Πρόδρομος Δείκτης Καταναλωτή





# Ευρωζώνη: Παραμένουν οι θετικές εκπλήξεις



Ο δείκτης Οικονομικής Δραστηριότητας της Τράπεζας Πειραιώς κατασκευάζεται με την μέθοδο ανάλυσης κύριων συνιστωσών (Principal Component Analysis). Ως μεταβλητές έχουν χρησιμοποιηθεί πρόδρομοι δείκτες και στοιχεία των αγορών.

**Μεσοπρόθεσμη Εκτίμηση:** Χρησιμοποιούμε μεταβλητές που σχετίζονται με πρόδρομους οικονομικούς δείκτες και στοιχεία από τις χρηματοπιστωτικές αγορές (για Ευρωζώνη και ΗΠΑ), για να εκτιμήσουμε τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ για τα επόμενα δύο τρίμηνα. Διαπιστώνουμε ότι **σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα θα μπορεί να συγκλίνει στο 1,9%, σημειώνοντας πτωτική αναθεώρηση έναντι του 2,1% που ήταν πριν από πέντε μήνες.**

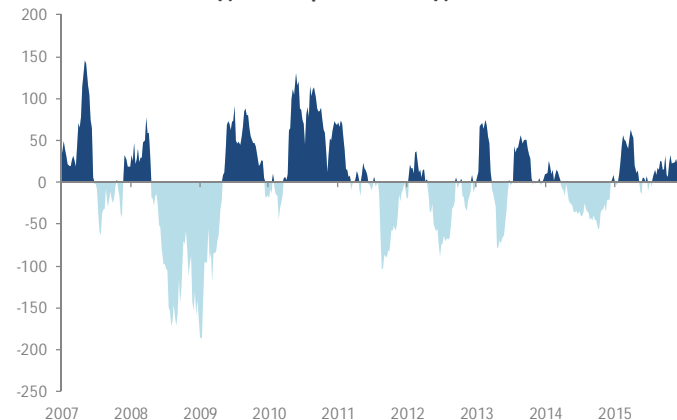
Η συγκεκριμένη μείωση οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση των προσδοκιών των αμερικανικών μεταποιητικών επιχειρήσεων για εισαγωγές και δευτερευόντως στο μικρότερο ετήσιο ρυθμό διολίσθησης του ευρώ (λόγω της πρόσφατης ενίσχυσής του) και στη διεύρυνση του περιθωρίου των αποδόσεων των αμερικανικών εταιρικών ομολόγων. Η σημαντική άνοδος (κατά περίπου 1%) της εκτίμησής μας που είχε σημειωθεί με βάση τα στοιχεία του α' εξαμήνου του 2015 οφείλετο κυρίως στην ενίσχυση των προσδοκιών του καταναλωτή, στη σημαντική ενίσχυση της προσφοράς χρήματος και στη σημαντική διολίσθηση του ευρώ που έχουν πλέον μειωθεί αισθητά.

**Οικονομικές Εκπλήξεις:** Ο δείκτης των οικονομικών εκπλήξεων Citi διαμορφώνεται σε ελαφρώς θετικό έδαφος από τις αρχές του Αυγούστου, καταδεικνύοντας ότι τα στοιχεία που δημοσιεύονται είναι ελαφρώς καλύτερα έναντι των αναμενόμενων. Εφόσον ο συγκεκριμένος δείκτης μπορεί να διαμορφωθεί σε υψηλότερα θετικό επίπεδο, τότε είναι πιθανή η επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ.

**ΕΖ: Επιμερισμός της πρόβλεψης για το ΑΕΠ στις Μεταβλητές**



**Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων Citi, ΕΖ**





## Ευρωζώνη: Επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης αναμένεται το 2016

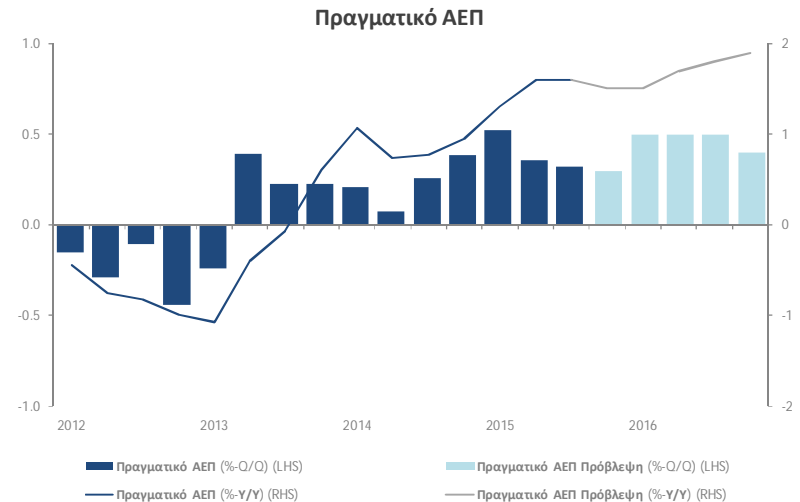
Επιβράδυνση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου στο τριμηνιαίο ρυθμό μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ στο 0,3% από το 0,4% του β' τριμήνου και το 0,5% του α' τριμήνου. Παράλληλα, ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης διατηρήθηκε στο 1,6%.

Η φάση της ανάπτυξης στην οποία βρίσκεται βραχυπρόθεσμα ο γενικός πρόδρομος δείκτης ESI και η πλειοψηφία των μεταβλητών που παρακολουθούμε σηματοδοτεί τη συνέχιση της ανάπτυξης της οικονομίας με ρυθμούς υψηλότερους του μακροχρόνιου μέσου όρου (0,35% σε τριμηνιαία βάση). Συνεπώς, **για το 2015, εκτιμούμε ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 1,5%** (2014: 0,9%). **Για το 2016, αναμένουμε περαιτέρω ενίσχυση του μέσου ετήσιου ρυθμού ανάπτυξης στο 1,8%. Η επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης εκτιμούμε ότι θα οδηγήσει σε σταδιακή μείωση του ποσοστού ανεργίας πλησιάζοντας το 10,0% στο τέλος του 2016.**

Η εφαρμογή και η ενδεχόμενη επέκταση του ακολουθούμενου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ που συνεπάγεται την ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα αποτελεί τον κύριο θετικό παράγοντα για την ισχυρότερη ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης και κατ' επέκταση του συνολικού ΑΕΠ. Αντίθετα, η υποχώρηση των προσδοκιών για εισαγωγές σε ΗΠΑ, Κίνα και άλλες μεγάλες οικονομίες ενδεχομένως να πλήξουν σε σημαντικό βαθμό την εξαγωγική δραστηριότητα της Ευρωζώνης.

**Η αύξηση του πληθωρισμού θα είναι περιορισμένη, λόγω της συνεχιζόμενης μείωσης των τιμών ενέργειας** (που μειώνει αλλά δεν εξαλείφει το έντονο αρνητικό αποτέλεσμα βάσης που προκύπτει από τη σύγκριση με τις προηγούμενες υψηλές τιμές τους) και του σχετικά πολύ υψηλού ποσοστού ανεργίας (άνω του 10,0%).

	Q/Q-%									Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία			Εκτιμήσεις						2014	Εκτιμήσεις	
	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2015		2016	
Πραγματικό ΑΕΠ	0.5	0.4	0.3	0.3	0.5	0.5	0.5	0.4	0.9	1.5	1.8	
Κατανάλωση	0.5	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5	0.4	0.9	1.7	1.9	
Επενδύσεις	1.4	-0.5	0.3	0.5	0.7	0.9	0.9	0.5	1.3	1.9	2.1	
Δημόσιες Δαπάνες	0.5	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.9	1.5	1.3	
Εξαγωγές	1.3	1.6	0.3	0.5	0.5	0.5	0.7	0.7	4.1	4.9	2.5	
Εισαγωγές	1.9	0.9	0.9	1.0	1.0	1.0	0.5	0.5	4.9	5.9	3.5	
Πληθωρισμός	-0.3	0.2	0.1	0.3	0.7	0.9	1.1	1.3	0.4	0.1	1.1	
Ποσοστό Ανεργίας	11.2	11.1	10.8	10.6	10.5	10.3	10.1	10.0	11.5	10.9	10.2	
ΕΚΤ - Παρεμβατικό Επιτόκιο	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	0.05	





# ΕΚΤ: Εξωγενείς παράγοντες αποτρέπουν την αποτελεσματικότητα των μέτρων χαλάρωσης της ΕΚΤ

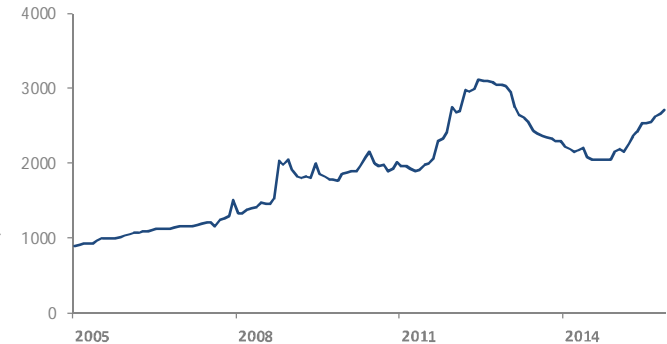
Σε περαιτέρω χαλάρωση προχώρησε η ΕΚΤ μέσω της μείωσης του επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων κατά 10 μ.β. (στο -0,30%) και της χρονικής επέκτασης του προγράμματος αγοράς ομολόγων κατά έξι μήνες (έως το Μάρτιο του 2017) για την αντιμετώπιση του πολύ χαμηλού πληθωρισμού. Όμως, δεν αποφασίστηκε η αύξηση του υφιστάμενου μηνιαίου ποσού αγοράς (€60 δισ.).

**Σε μεγάλο βαθμό η αποτελεσματικότητα των μέτρων της ΕΚΤ εξαρτάται από εξωγενείς παράγοντες όπως οι διεθνείς τιμές του πετρελαίου, καθώς ο στόχος της ΕΚΤ εστιάζεται στο γενικό και όχι στο δομικό πληθωρισμό.** Εφόσον οι διεθνείς τιμές ενέργειας παραμένουν πτωτικές, τότε είναι πιθανό τα υφιστάμενα μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης να αποδειχθούν ότι δεν επαρκούν για την επιστροφή του γενικού πληθωρισμού και των προσδοκιών του πλησίον του 2,0%.

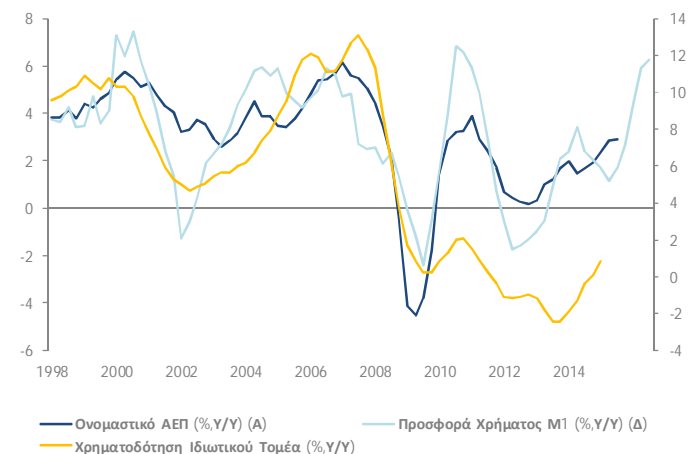
**Η επισήμανση ότι η επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης της Ευρωζώνης αναμένεται να προέλθει κυρίως από την κατανάλωση και όχι από τις εξαγωγές, καθιστά την υποτίμηση της ισοτιμίας του ευρώ δευτερεύουσα.** Αντίθετα, στο στάδιο αυτό, μια σταθεροποίηση του ευρώ θα μπορούσε να ενισχύσει την εγχώρια αγοραστική δύναμη, ιδίως σε ένα περιβάλλον πτωτικών διεθνών τιμών πρώτων υλών και ενέργειας. Επιπλέον, η σημαντική αύξηση της προσφοράς χρήματος (βάσει του ορισμού M1) δεν έχει οδηγήσει σε ικανοποιητική ενίσχυση της ανάπτυξης της οικονομικής δραστηριότητας, καθώς η χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα παραμένει υποτονική.

Η ενδοσυνεδριακή αύξηση κατά 28 μβ της απόδοσης του δεκαετούς γερμανικού κρατικού ομολόγου στις 3 Δεκεμβρίου, ημέρα συνεδρίασης της ΕΚΤ, οφείλεται κυρίως στη μη εκπλήρωση των προσδοκιών των αγορών για αύξηση κατά 10 δισ. ευρώ του μηνιαίου ποσού αγοράς τίτλων από την ΕΚΤ. Αυτό αντιστοιχεί σε 2,4 δισ. ευρώ γερμανικούς τίτλους μηνιαίως, ήτοι 36 δισ. ευρώ για την περίοδο Ιαν. 2016 – Μαρ. 2017 που θα συνεχιστεί κατ' ελάχιστο να εφαρμόζεται το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης. Συνεπώς, απομονώνοντας τους άλλους παράγοντες, μπορούμε να συμπεράνουμε ότι μείωση κατά 1 δισ. στην προσδοκώμενη ζήτηση γερμανικών ομολόγων για την περίοδο Ιαν. 2016 – Μαρ. 2017 προκαλεί αύξηση στην απόδοση της δεκαετίας κατά περίπου 1 μβ. Ειδικά, απαιτείται περαιτέρω επέκταση της ελάχιστης διάρκειας του ακολουθούμενου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης κατά περίπου τρεις μήνες, ώστε να αναπληρωθεί η προσδοκώμενη ζήτηση.

ΕΚΤ: Σύνολο Ενεργητικού (σε δισ. ευρώ)



Προσφορά Χρήματος, Πιστωτική Επέκταση & Ονομαστικό ΑΕΠ







---

## *Κίνα & Ιαπωνία*



## Κίνα: Ανησυχητική μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων

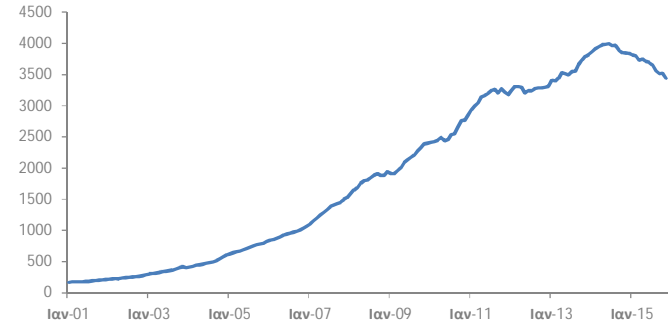
Σημαντική συρρίκνωση κατέγραψαν το Νοέμβριο τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας, που διαμορφώθηκαν στα \$3.438,3 δισ., μειωμένα κατά \$87,2 δισ. συγκριτικά με τον Οκτώβριο. Το επίπεδο αυτό είναι το χαμηλότερο από το Φεβρουάριο του 2013. Σημαντική συμβολή είχε ο απρόσμενος περιορισμός του πλεονάσματος του εμπορικού ισοζυγίου στα \$54,1 δισ. το Νοέμβριο (Οκτ.: \$61,6 δισ.). Ανησυχητική ένδειξη για την κατανάλωση και τη βιομηχανική παραγωγή κατά τους προερχείς μήνες αποτελεί η συνεχιζόμενη για 13<sup>ο</sup> μήνα μείωση των εισαγωγών (-8,7% ετησίως), ενώ μειωμένες για 5<sup>ο</sup> διαδοχικό μήνα ήταν και οι εξαγωγές (-6,8%).

Συνεχίστηκε το Νοέμβριο η επιβράδυνση της συρρίκνωσης του μεταποιητικού τομέα της Κίνας, καθώς ο πρόδρομος δείκτης Caixin PMI στη μεταποίηση διαμορφώθηκε στο 48,6 έναντι 48,3 τον Οκτώβριο, η υψηλότερη τιμή από τον φετινό Ιούνιο. Ωστόσο, καθώς υπολείπεται του ορίου του 50, υποδηλώνει ότι ο τομέας της μεταποίησης βρίσκεται σε συρρίκνωση για ένατο διαδοχικό μήνα επηρεάζοντας αρνητικά και το ρυθμό ανάπτυξης της κινεζικής οικονομίας.

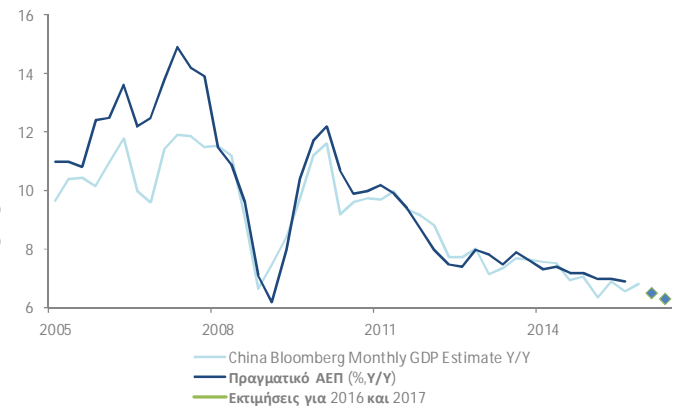
Τα έως τώρα στοιχεία δεν σηματοδοτούν σημαντική επιβράδυνση στο ρυθμό ανάπτυξης. Με βάση την εκτίμηση του Bloomberg, το πραγματικό ΑΕΠ μεγεθύνεται κατά 6,8% με βάση τα έως τώρα στοιχεία του δ' τριμήνου. Στη συνέχεια σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αναλυτών στο Bloomberg, ο μέσος ετήσιος ρυθμός θα επιβραδυνθεί από το 6,9% το 2015 στο 6,5% το 2016 και στο 6,3% το 2017.

Την ένταξη του κινεζικού νομίσματος στα νομίσματα που συνθέτουν τα αποθεματικά του [Ειδικά Τραβηχτικά Δικαιώματα-Special Drawing Right (SDR)] αποφάσισε στις 30/11 το ΔΝΤ. Η απόφαση θα τεθεί σε ισχύ την 1/10/2016. Τα αποθεματικά του Ταμείου θα αποτελούνται εφεξής από πέντε νομίσματα με την κάτωθι σύνθεση: δολάρια ΗΠΑ (41,7%), ευρώ (30,9%), κινεζικό ρενμίνμπι (10,9%), γιεν (8,3%) και λίρα Αγγλίας (8,1%). Σύμφωνα με τη Γενική Διευθύντρια του Ταμείου, η ένταξη του κινεζικού νομίσματος συνιστά σημαντικό ορόσημο στη διαδικασία ενσωμάτωσης της κινεζικής οικονομίας στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα.

Εξέλιξη Συναλλαγματικών Διαθεσίμων Κίνας (σε δισ. \$)



Πραγματικό ΑΕΠ & Εκτιμήσεις Bloomberg





## Γουάν, “Ποσοτική Σύσφιξη», Ανάπτυξη

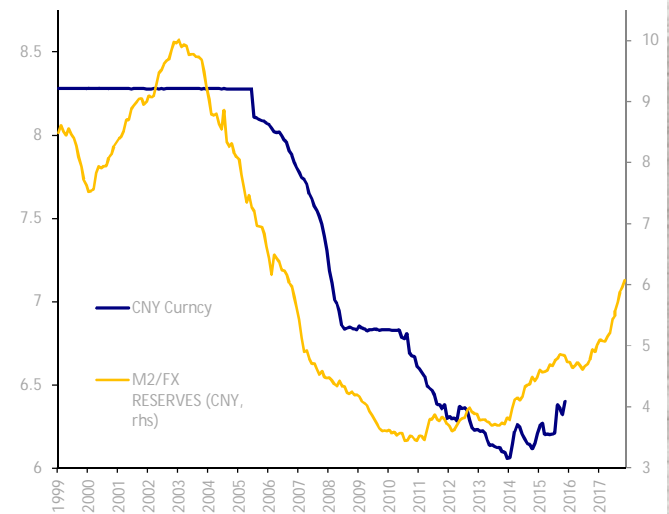
Αναμένουμε το 2016 η πορεία της οικονομίας της Κίνας να βρεθεί στο προσκήνιο. Αυτό θα συμβεί τόσο λόγω του επιβραδυνόμενου ρυθμού ανάπτυξης, όσο και λόγω της διαχείρισης ενός ενδεχόμενου αδιεξόδου όπου η οικονομική επιβράδυνση δημιουργεί πιέσεις στο γουάν (καθώς η κυβέρνηση επιθυμεί ένα σταθερό/ή και δυνατό νόμισμα στην προσπάθειά της να δημιουργήσει κίνητρα για την ανάπτυξη της κατανάλωσης και των υπηρεσιών και να αποθαρρύνει τις εξαγωγές και τις επενδύσεις). Πέρα από την οικονομική επιβράδυνση, την προσπάθεια αυτή επιδεινώνει η αύξηση του δανεισμού η οποία σε ένα περιβάλλον όπου οι επενδύσεις βρίσκονται στο 46% δεν αναμένεται να διοχετευτεί σε παραγωγικές επενδύσεις.

Αποτέλεσμα της χαμηλής αναμενόμενης απόδοσης της πιστωτικής αυτής επέκτασης είναι η ανάδειξη δυνάμεων υποτίμησης του γουάν. Οι δυνάμεις αυτές γίνονται εντονότερες σε ένα περιβάλλον όπου η FED αναμένεται να αυξήσει τα επιτόκια της ενώ από την άλλη η Τράπεζα της Κίνας (BoC) συνεχίζει να ακολουθεί χαλαρή νομισματική πολιτική, η οποία δημιουργεί περισσότερα κίνητρα για αύξηση του εσωτερικού δανεισμού (με τη δημιουργία ενός φαύλου κύκλου υποτιμητικών δυνάμεων στο νόμισμα). Ο κύκλος αυτός γίνεται εντονότερος καθώς οι κινέζικες αρχές χρησιμοποιούν τα συναλλαγματικά τους αποθέματα για να επιβραδύνουν τη διολίσθηση του νομίσματος. Η σχέση εσωτερικού δανεισμού με τα συναλλαγματικά αποθέματα έχει συνήθως αρνητική συσχέτιση με (μερικώς ή ολικώς) κεντρικά ελεγχόμενα νομίσματα και η πρόσφατη ανοδική τάση που παρατηρείται στην Κίνα, παράλληλα με την επιτοκιακή διεύρυνση ΗΠΑ - Κίνας συνηγορεί σε σημαντικές απώλειες στην αξία του κινεζικού νομίσματος (από τα 6,5 ¥/\$ προς τα 7 ¥/\$).

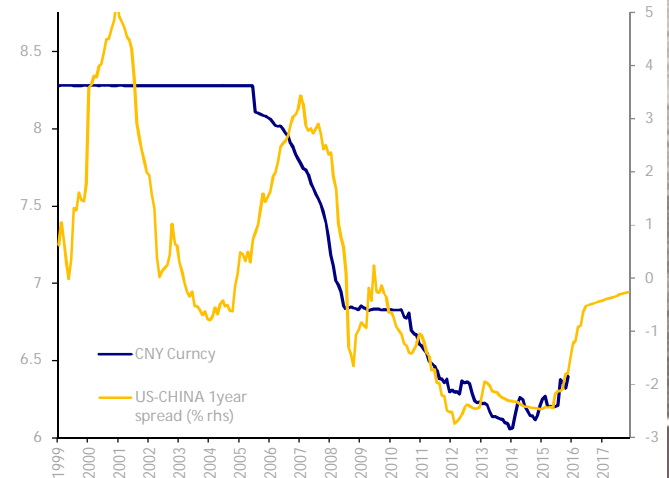
Η υποτίμηση του γουάν έχει δυο σημαντικές επιπτώσεις. Καθώς η BoC πωλά ομόλογα ανεπτυγμένων κρατών (κυρίως των ΗΠΑ), οι πωλήσεις αυτές είναι πιθανό να λειτουργήσουν ως «ποσοτική σύσφιξη» αντισταθμίζοντας τις ενέργειες της ECB αλλά και τα θετικά αποτελέσματα της παρελθούσας ποσοτικής χαλάρωσης στις ΗΠΑ (συνηγορώντας σε μια ηπιότερη νομισματική πολιτική για τις ΗΠΑ μέσα στο 2016). Για παράδειγμα, από τον Ιούλιο του 2014 η BoC έχει μειώσει τα αποθέματά της κατά \$0,5 τρις., δηλαδή κατά \$31δισ. το μήνα.

Παράλληλα, η υποτίμηση του νομίσματος ενθαρρύνει το παλιό μοντέλο ανάπτυξης στην Κίνα, εξέλιξη που είναι αρνητική και για την παγκόσμια οικονομία καθώς μετά τη μεγάλη ύφεση του 2008, ο ακόμα σημαντικά μοχλευμένος δυτικός καταναλωτής δεν είναι πλέον ικανός να αποτελέσει τη μηχανή της παγκόσμιας ανάπτυξης. Έτσι, λοιπόν, μια υποτίμηση του γουάν θα συνηγορούσε και σε μια πτωτική αναθεώρηση της παγκόσμιας δυνητικής ανάπτυξης, πέραν των όποιων αβέβαιων και προσωρινών οφελών που θα είχε στην κινεζική ανάπτυξη.

Γουάν/\$ και Λόγος M2/Συναλλαγματικών Αποθεμάτων



Γουάν/\$ και Διαφορά Επιτοκίων ΗΠΑ-Κίνας





## Ιαπωνία: Ανάκαμψη στο βιομηχανικό τομέα

Το ΑΕΠ της Ιαπωνίας για το γ' τρίμηνο του 2015 αναθεωρήθηκε ανοδικά αποφεύγοντας τη φάση της τεχνικής ύφεσης στην οποία φαινόταν να έχει εισέλθει με την ανακοίνωση της πρώτης εκτίμησης. Συγκεκριμένα, ο **τριμηνιαίος ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ, με εποχικά προσαρμοσμένα στοιχεία**, αναθεωρήθηκε σε 0,3% από -0,2% (β' τρίμ. 15: -0,1%) και ο **αντίστοιχος ετησιοποιημένος ρυθμός** σε 1,0% από -0,8% (β' τρίμ. 15: -0,5%). Σημειώνεται πως **σε σχέση με το αντίστοιχο τρίμηνο του 2014, ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ** αναθεωρήθηκε σε 1,7% από 1,1% (β' τρίμ. 15: 0,7%).

Ο **πρόδρομος δείκτης Tankan για τις μεγάλες επιχειρήσεις της μεταποίησης** παρέμεινε σταθερός το δ' τρίμηνο στις 12 μονάδες. Οι αναλυτές περίμεναν μείωση στις 10 μονάδες αλλά η πτώση στην τιμή του πετρελαίου βοήθησε τις μεγάλες επιχειρήσεις. Για το α' τρίμηνο του 2015 εκτιμάται υποχώρησή του στις 7 μον. Παρόμοια εικόνα εμφάνισε ο δείκτης Tankan για τις μεγάλες επιχειρήσεις μη μεταποίησης αφού στο δ' τρίμηνο διατηρήθηκε σταθερός στις 25 μονάδες ενώ για το α' τρίμηνο του 2015 εκτιμάται υποχώρησή του στις 18 μον.

Η **βιομηχανική παραγωγή** της Ιαπωνίας τον Οκτώβριο σημείωσε άνοδο 1,4% σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα (Σεπ.15: 1,1%, Αύγ.15: -1,2%). Το αισιόδοξο κλίμα ενισχύεται και από την τελική εκτίμηση του **πρόδρομου δείκτη Nikkei PMI στη μεταποίηση** που αυξήθηκε το Νοέμβριο στις 52,6 μον. συμπληρώνοντας τρεις μήνες συνεχούς ανόδου (Οκτ.15: 52,4, Σεπ.15: 51,0) και φτάνοντας στη μεγαλύτερη τιμή από τον Μάρτιο του 2014 (53,9). Επιπλέον, **οι παραγγελίες μηχανημάτων (εξ. ειδών υψηλής μεταβλητότητας)** αυξήθηκαν τον Οκτώβριο σε μηνιαία βάση κατά 10,7% συμπληρώνοντας τον δεύτερο μήνα συνεχούς ανόδου (Σεπ.15: 7,5%, Αύγ.15: -5,7%).

Σημειώνεται πως **το ποσοστό ανεργίας του Οκτωβρίου** υποχώρησε στο 3,1% (Σεπ.15: 3,4%), που αποτελεί **τη χαμηλότερη τιμή από τον Ιούλιο του 1995**.





---

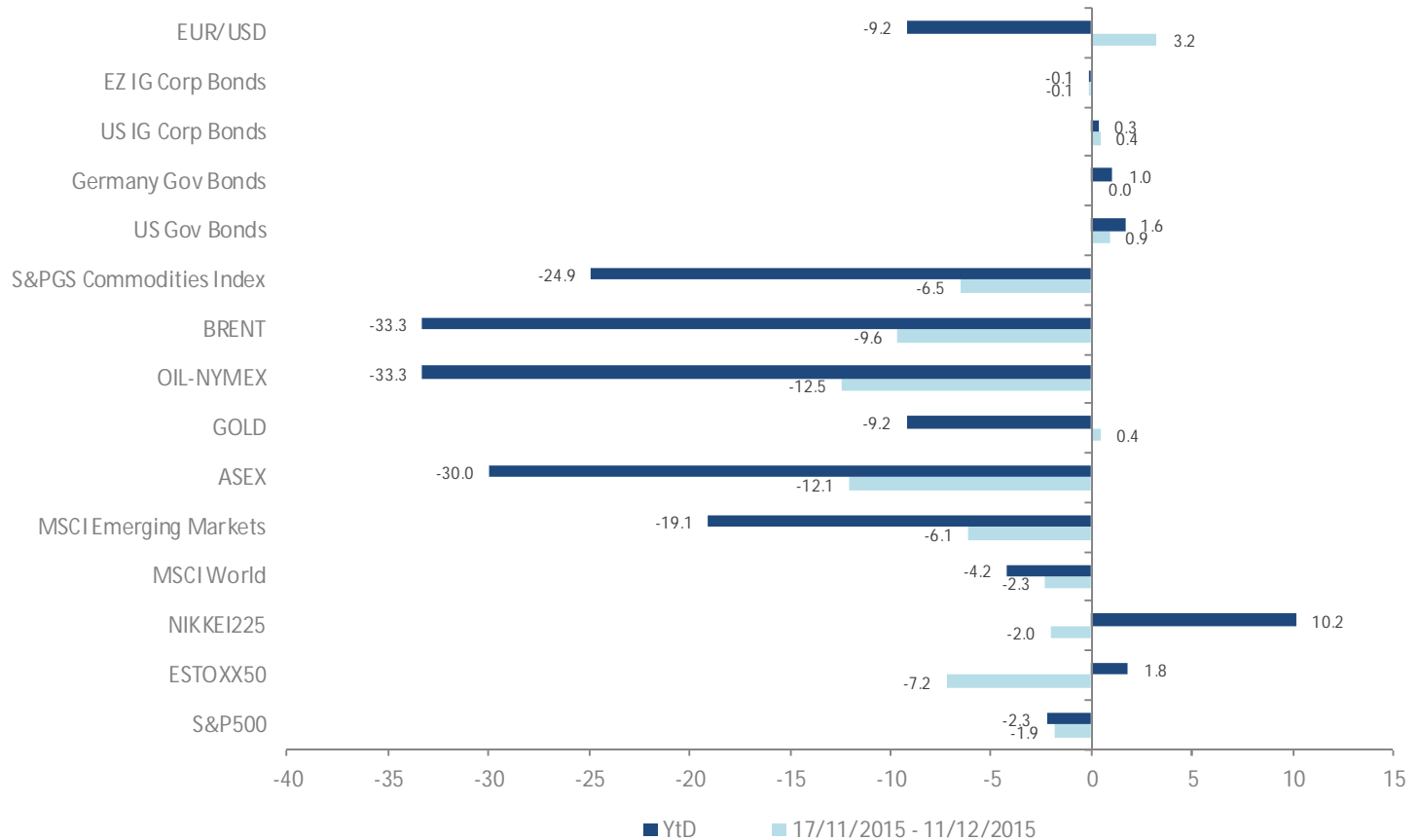
# *Αγορές*





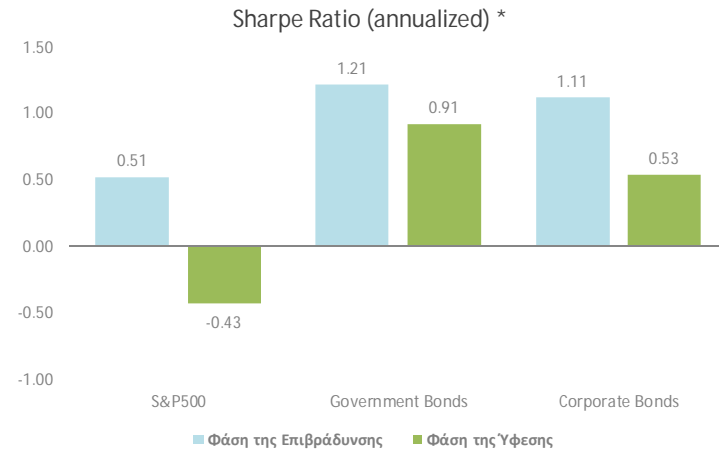
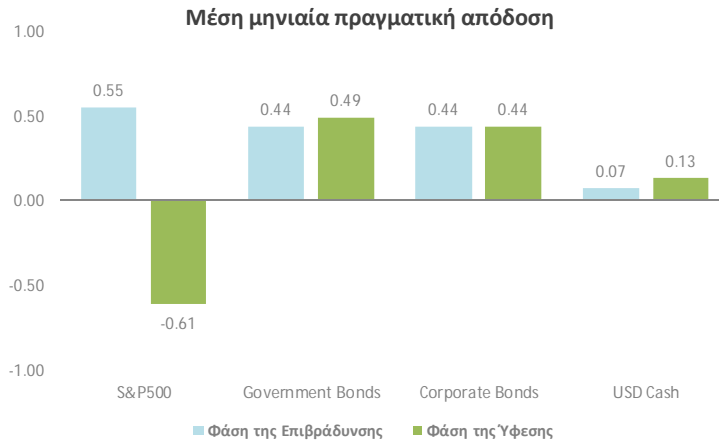
# Επενδυτικές Αποδόσεις

Ονομαστικές Αποδόσεις (%)





# ΗΠΑ: Οικονομικός Κύκλος & Αποδόσεις Επενδύσεων

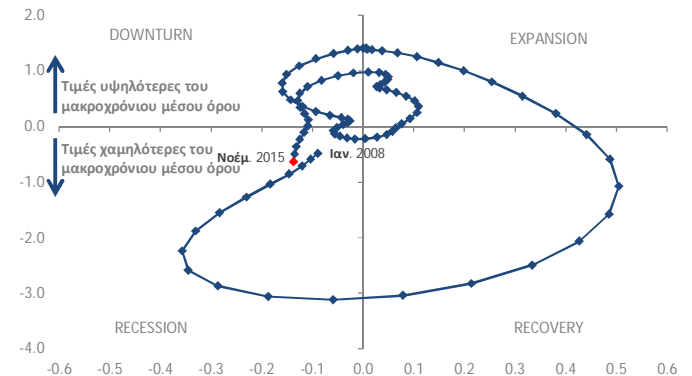


\* Σε σχέση με την απόδοση του USD Cash

Όπως αναφέραμε, με βάση τον πρόδρομο επιχειρηματικό δείκτη ISM, ο τομέας της μεταποίησης βρέθηκε το Νοέμβριο στη φάση της ύφεσης για πέμπτο διαδοχικό μήνα. Σχετικά με μια **επιστροφή του στη φάση της επιβράδυνσης, έχει αυξηθεί κάπως η πιθανότητα**, καθώς η μεταβλητή που αντιστοιχεί στο λόγο νέων παραγγελιών – αποθεμάτων βρίσκεται στη φάση της ανάκαμψης για τρίτο διαδοχικό μήνα. Άλλοι παράγοντες όμως όπως ανάλογοι δείκτες αποθεμάτων με πωλήσεις στην συνολική οικονομία, αλλά και το διεθνές κλίμα μας καθιστούν επιφυλακτικούς.

**Για τις μετοχές, η επιστροφή από τη φάση της ύφεσης στη φάση της επιβράδυνσης θα ήταν πολύ θετική.** Για τα ομολόγα, η συγκεκριμένη μετάβαση οδηγεί σε ελαφρώς χαμηλότερη μέση μηνιαία πραγματική απόδοση, αλλά σε αισθητά υψηλότερη, εφόσον σταθμιστεί ως προς τον κίνδυνο (Sharpe Ratio).

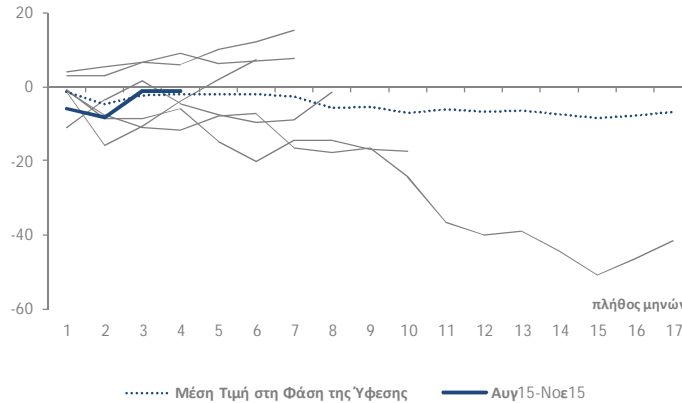
**Οικονομικός κύκλος ISM-Μεταποίησης**





# ΗΠΑ: Μετοχές

S&P500: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ύφεσης\*

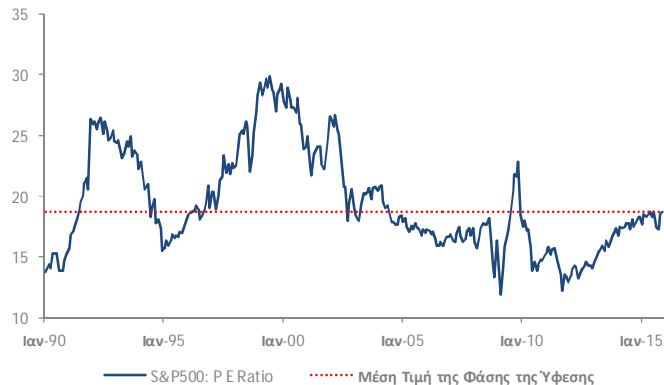


\*Για τον υπολογισμό της πραγματικής απόδοσης του τελευταίου μήνα, χρησιμοποιούμε το μέσο μηνιαίο ρυθμό μεταβολής του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή της τελευταίας πενταετίας, που ισούται με 0,14%.

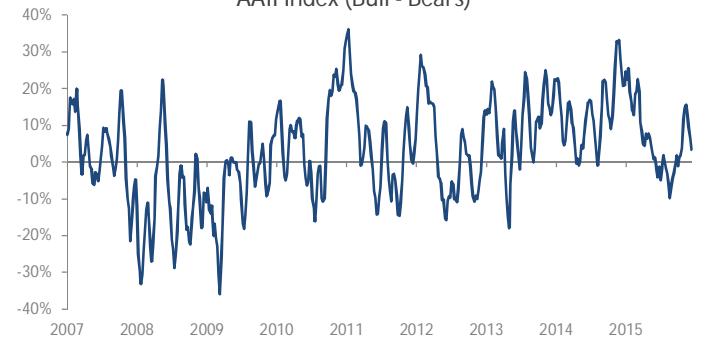
Σωρευτική πραγματική απόδοση -1,1% σημειώθηκε στις αμερικανικές μετοχές κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της ύφεσης, ελαφρώς καλύτερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (-1,9%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. **Ο δείκτης P/E διαμορφώνεται πολύ κοντά στη μέση τιμή του για τη φάση της ύφεσης (18,7) του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα, διότι κατά τη διάρκεια του διμήνου Οκτωβρίου – Νοεμβρίου αυξήθηκε κατά περίπου μιάμιση μονάδα.**

Το επενδυτικό κλίμα (σύμφωνα με το δείκτη AAI Index) έχει υποχωρήσει, αντιστρέφοντας μεγάλο μέρος της πρόσφατης ανάκαμψής του. Η στατιστική μας ανάλυση δεν θεωρεί την ανάκαμψη αυτή διατηρήσιμη. Εάν συνεχιστεί η μείωση στις προσδοκίες του τομέα των υπηρεσιών (σε συνδυασμό με τη μεγάλη υποχώρηση των προσδοκιών στη μεταποίηση), τότε αυξάνεται η πιθανότητα για σημαντική καθοδική διόρθωση στις τιμές των μετοχών.

S&P500: P E Ratio



AAII Index (Bull - Bears)



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



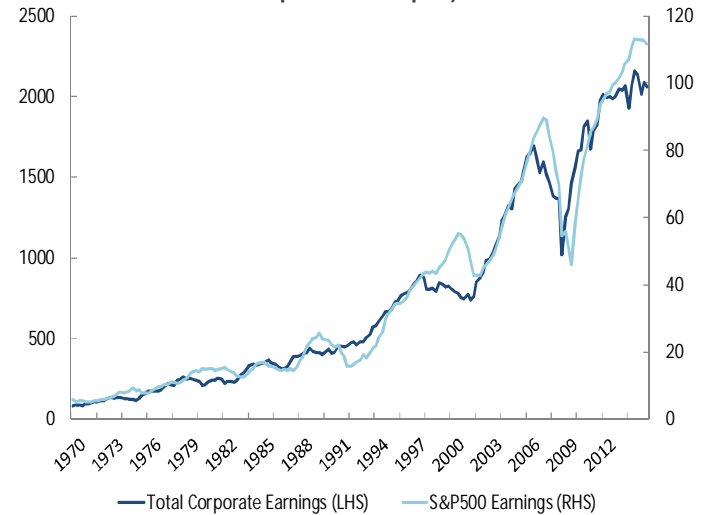
## S&P500: Εκτίμηση Κερδών

Τα κέρδη του δείκτη S&P500 συνεχίζουν την αρνητική τους δυναμική για τρίτο συνεχόμενο μήνα καταγράφοντας τον Νοέμβριο πτώση 1.12% σε ετήσια βάση.

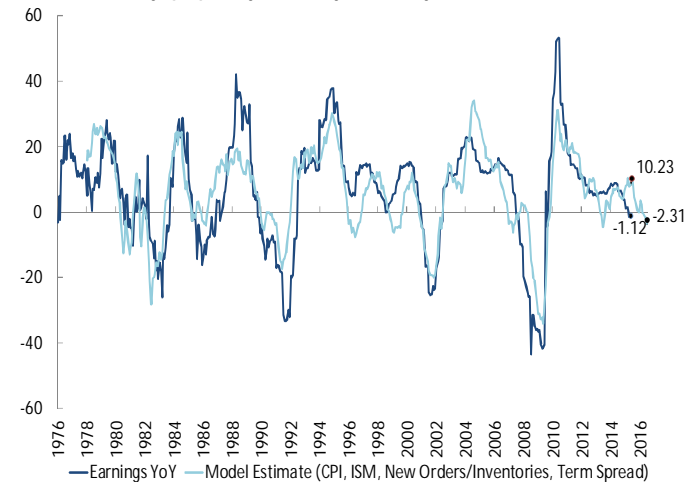
Ενδεικτικό των επικείμενων πιέσεων στην κερδοφορία των μελών του δείκτη είναι τα πρώτα σημάδια μιας διαφαινόμενης εξασθένησης της απόκλισης του δείκτη από τον δείκτη των κερδών της συνολικής οικονομίας. Συγκεκριμένα, το τρίτο τρίμηνο του 2015 τα κέρδη του S&P500 ήταν κατά 13% υψηλότερα σε σχέση με σχέση με εκτιμήσεις που βασίζονται με τον δείκτη συνολικών κερδών της αμερικανικής οικονομίας όπως αυτές καταγράφονται στον Ενικό Λογαριασμό. Μέρος αυτής της απόκλισης έχει να κάνει και με τις επαναγορές των μετοχών από τις εισηγμένες εταιρείες, οι οποίες αυξάνουν τα κέρδη ανά μετοχή. Στατιστικά παρατηρούμε μια τάση σύγκλισης της κερδοφορίας των εταιρειών του S&P500 προς τα κέρδη της συνολικής οικονομίας. Η διόρθωση αυτή είναι σταδιακή και μακροπρόθεσμη αλλά δίνει τον τόνο για την τάση που θα επικρατήσει το επόμενο έτος (πτωτική). Οι μεγαλύτερες θετικές αποκλίσεις των δύο δεικτών παρατηρούνται στα χρονικά διαστήματα 1998-2000, 2006-2007 και 2012-2015. Ειδικότερα, για το δεύτερο τρίμηνο του 2015 τα κέρδη του S&P500 είναι κατά 13% υψηλότερα σε σχέση με το επίπεδο που υπονοεί ο δείκτης συνολικών κερδών της οικονομίας.

Επικεντρώνοντας την προσοχή μας στο κυκλικό υπόδειγμα εκτίμησης της κερδοφορίας που συμπεριλαμβάνει τον ετήσιο ρυθμό αύξησης των τιμών καταναλωτή με υστέρηση ενός μήνα, την κλίση της καμπύλης επιτοκίων (Term Spread 10Y-2Y) με υστέρηση 2 ετών, την τιμή του δείκτη ISM με υστέρηση 6 και 12 μήνες και τον δείκτη νέων παραγγελιών προς αποθέματα (New Orders/Inventories) με υστέρηση ενός έτους, εκτιμούμε ότι παρά αρά την υψηλή βραχυχρόνια αποτίμηση του μοντέλου, η οποία οφείλεται σε υστερήσεις των υποκείμενων οικονομικών παραγόντων (κερδοφορία 10% ετησίως), η τρέχουσα εικόνα για το οικονομικό περιβάλλον είναι σημαντικά πιο εξασθενημένη. Ενδεικτικά, η σημαντική πτώση του δείκτη ISM τον Νοέμβριο κάτω από το όριο των 50 μονάδων, η αύξηση των αποθεμάτων σε σχέση με τις πωλήσεις, η πτώση του πληθωρισμού αλλά και η πτώση των δεκαετών αποδόσεων σε σχέση με τις διετείς όλες συνεισφέρουν αρνητικά στην πορεία της κερδοφορίας η οποία αναμένεται να διαμορφωθεί προς το -2,3% ετησίως σε οριζόντα έτους.

Μεσοπρόθεσμες Αποκλίσεις του S&P500 και Αθροιστικών Κερδών Οικονομίας



Εκτίμηση Ρυθμού Εταιρικών Κερδών του S&P500

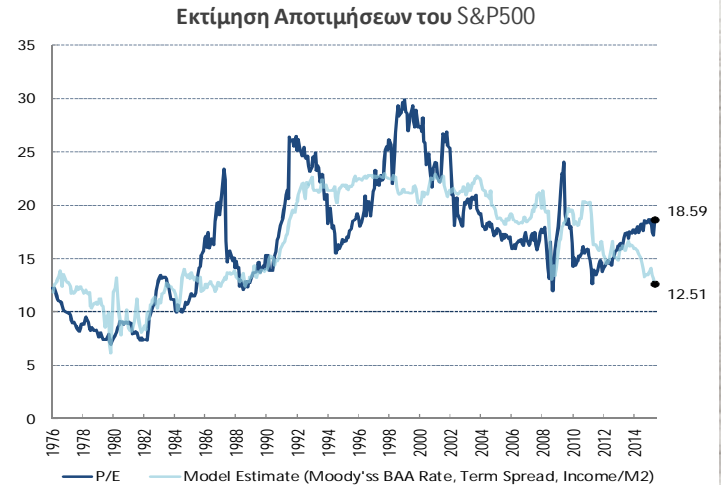




## S&P500: Εκτίμηση Αποτιμήσης

Ο λόγος τιμής προς κέρδη του δείκτη S&P500 στα 18 εάν και δεν είναι σημαντικά υψηλότερος από ιστορικούς μέσους ορούς (γύρω στα 16) και θα μπορούσε να εκλογικευτεί εν μέρει, από τα χαμηλά επιτόκια, δεν θεωρείται διατηρήσιμος καθώς παραμένουμε σε μια «μη κανονική περίοδο» όπου παρά τα χαμηλά επιτόκια η κυκλοφορία του χρήματος παραμένει πολύ χαμηλή. Όπως έχουμε αναλύσει συχνά στο παρελθόν ο λόγος P/E είναι ευαίσθητος στην σχέση των εταιρικών επιτοκίων με την ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος. Όταν η ταχύτητα αυτή είναι υψηλή σε σχέση με το κόστος χρήματος οι επενδυτές είναι διατεθειμένοι να πληρώσουν περισσότερο για τα εταιρικά κέρδη (P/E), καθώς το ονομαστικό εισόδημα αυξάνεται περισσότερο από την ποσότητα χρήματος και υπάρχει ζήτηση για τοποθετήσεις με υπερβάλλουσα από τα μετρητά αποδόσεις.

Σύμφωνα με το μοντέλο εκτίμησης των αποτιμήσεων που χρησιμοποιούμε, οι οικονομικές συνθήκες συνεχίζουν να μην δικαιολογούν το παρόν επίπεδο του δείκτη P/E. Συγκεκριμένα, **το μοντέλο εκτίμησης των αποτιμήσεων που είναι συνεπές με τις τρέχουσες οικονομικές συνθήκες καταλήγει σε δίκαιη τιμή ίση με 12.5. Ως εκ τούτου, η απόκλιση μεταξύ πραγματικής και «δίκαιης» τιμής για τον δείκτη P/E παραμένει υψηλή στο -40%. Τον Νοέμβριο η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος παρέμεινε σχετικά αμετάβλητη σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα όπως και οι ενδείξεις από τις υπόλοιπες μεταβλητές. Όμως συνολικά η ταχύτητα του χρήματος διατηρεί μια πτωτική τάση, ενώ οι πρόσφατες κινήσεις αύξησης του εταιρικού περιθωρίου δανεισμού αλλά και η «επιπεδοποίηση» (flattening) της καμπύλης 10-2 στις ΗΠΑ συνηγορούν σε μελλοντικές πιέσεις στις εκτιμήσεις μας για τις αποτιμήσεις των αμερικανικών (και κατά συνέπεια των διεθνών) μετοχικών αγορών.**

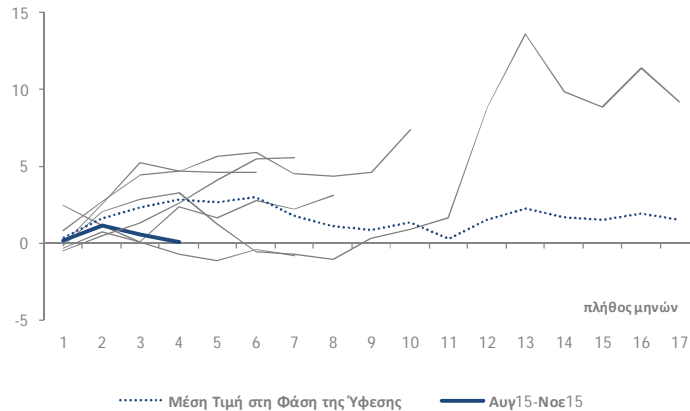






# ΗΠΑ: Κρατικά Ομόλογα

US Treasuries: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ύφεσης \*



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

Σωρευτική πραγματική απόδοση 0,1% σημειώθηκε στα αμερικανικά κρατικά ομόλογα κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της ύφεσης, αρκετά χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (2,7%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

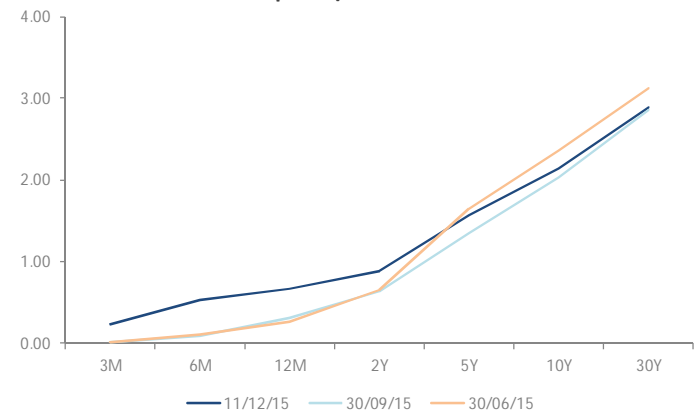
**Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων (10Y-2Y) διαμορφώνεται ελαφρώς υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της ύφεσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.** Η εξέλιξη της κλίσης εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την πολιτική της FED. Εάν ακολουθηθεί ήπια και σταδιακή επιστροφή στην «κανονικότητα» οι βραχυπρόθεσμες αποδόσεις αναμένεται να αυξηθούν σε πολύ μικρότερο βαθμό σε σύγκριση με την περίπτωση της επιθετικής και σύντομης επιστροφής.

Επιπλέον, η μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων της Κίνας ενδεχομένως να οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση των βραχυπρόθεσμων και μεσοπρόθεσμων αποδόσεων. Αντίθετα μια οικονομική επιδείνωση θα οδηγούσε σε πτωτικές πιέσεις στην δεκαετία.

Κλίση της Καμπύλης των Αποδόσεων



Καμπύλη Αποδόσεων



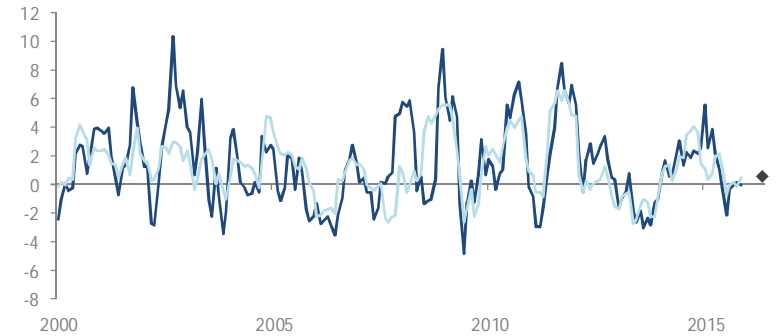


## ΗΠΑ: Πρόβλεψη σε ορίζοντα εξαμήνου για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα

Χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα στοιχεία στις αρχές Δεκεμβρίου (όταν ανακοινώθηκαν οι αποφάσεις της ΕΚΤ και τα στοιχεία για την αμερικανική αγορά εργασίας) για την κλίση της καμπύλης των αποδόσεων, την πραγματική απόδοση των πενταετών ομολόγων, τη φάση του οικονομικού κύκλου και το δείκτη της τεκμαρτής μεταβλητότητας VIX του αμερικανικού χρηματιστηρίου εκτιμάμε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση (σε σύγκριση με την απόδοση που προκύπτει από την επένδυση σε USD ρευστά διαθέσιμα) σε ορίζοντα 6 μηνών θα είναι 0,5% (έναντι του 0,1% που καταγράφηκε το Νοέμβριο).

Η υπερβάλλουσα απόδοση που εκτιμήσαμε σε ορίζοντα 6 μηνών αντιστοιχεί στην αύξηση της απόδοσης (yield) του δεκαετούς κρατικού ομολόγου στο 2,40%, σε σύγκριση με το 2,21% που ήταν στο τέλος του Νοεμβρίου. Οι βασικοί παράγοντες, οι οποίοι σύμφωνα με τα υποδείγματά μας οδηγούν σε μικρή υπερβάλλουσα απόδοση και κατά συνέπεια σε μικρή αύξηση της απόδοσης (yield), με βάση τα στοιχεία στις αρχές Δεκεμβρίου είναι κυρίως η μείωση στην κλίση της καμπύλης των αποδόσεων και η αύξηση στην πραγματική απόδοση των πενταετών ομολόγων.

Υπερβάλλουσα Απόδοση Χαρτοφυλακίου Ομολόγων σε ορίζοντα εξαμήνου



- Πραγματικά Στοιχεία
- Πρόβλεψη της υπερβάλλουσας απόδοσης σε ορίζοντα εξαμήνου βάσει του υποδείγματός μας
- ◆ Πρόβλεψη για τον Απρίλιο του 2016 με βάση τα στοιχεία του Οκτωβρίου του 2015

Πρόβλεψη για την Απόδοση 10-ετούς Ομολόγου σε ορίζοντα εξαμήνου



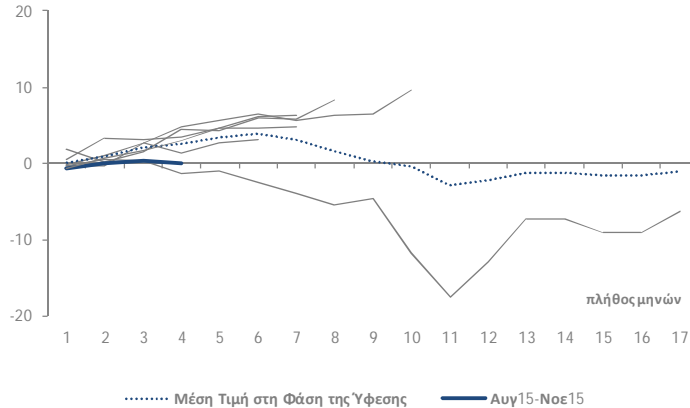
- Εκτίμηση με βάση την προβλεπόμενη υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα εξαμήνου
- Απόδοση Δεκαετούς Ομολόγου
- ◆ Πρόβλεψη για τον Απρίλιο του 2016 με βάση τα στοιχεία του Οκτωβρίου του 2015

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



# ΗΠΑ: Εταιρικά Ομόλογα

**Εταιρικά Ομόλογα - ΗΠΑ: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ύφεσης\***



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

Σωρευτική πραγματική απόδοση 0,1% σημειώθηκε στα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της ύφεσης, αρκετά χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (2,7%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Το spread στις αποδόσεις μεταξύ των εταιρικών ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και του κρατικού ομολόγου διαμορφώνεται ελαφρώς χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της ύφεσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

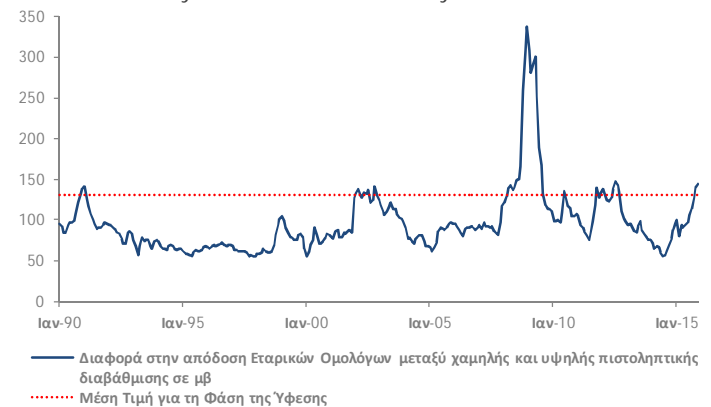
Το spread στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων μεταξύ χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης διαμορφώνεται ελαφρώς υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της ύφεσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. Από το τέλος του α' τριμήνου του 2015 και ύστερα έχει σημειωθεί αξιολογική τάση διεύρυνσής του.

**Moody's CB AAA Yield vs. 30Y Treasury**



— Διαφορά στην απόδοση μεταξύ Κρατικών και Εταιρικών Ομολόγων σε μβ  
 ..... Μέση Τιμή για τη Φάση της Ύφεσης

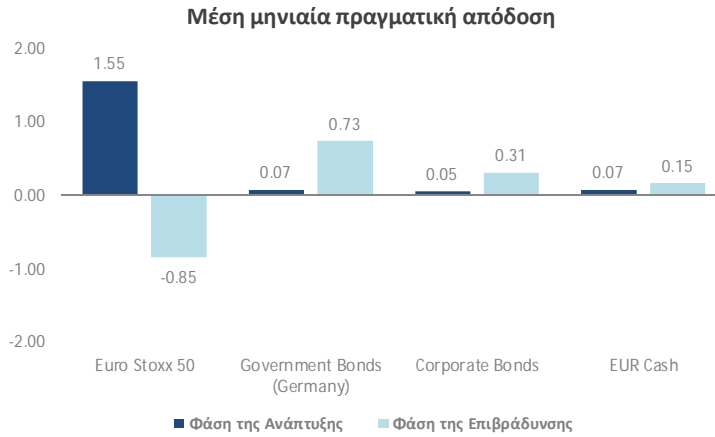
**Moody's CB BAA Yield vs. Moody's CB AAA Yield**



— Διαφορά στην απόδοση Εταιρικών Ομολόγων μεταξύ χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης σε μβ  
 ..... Μέση Τιμή για τη Φάση της Ύφεσης

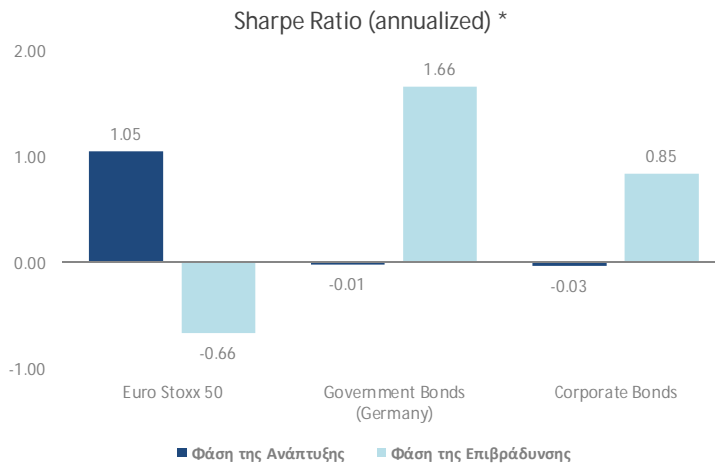


# Ευρωζώνη: Οικονομικός Κύκλος & Αποδόσεις Επενδύσεων

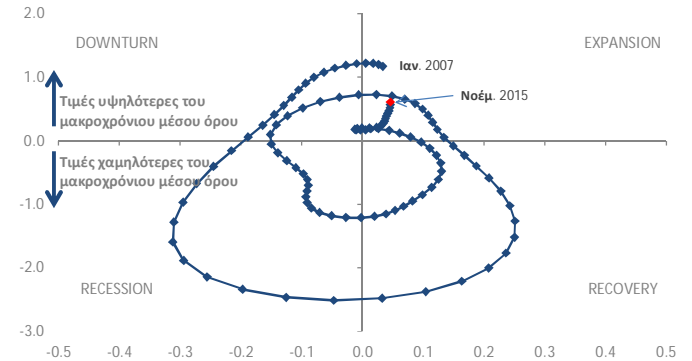


Όπως αναφέραμε, η οικονομία εξακολούθησε κατά τη διάρκεια του Νοεμβρίου να βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης για 12<sup>ο</sup> διαδοχικό μήνα. Λόγω της ακολουθούμενης πολιτικής από την ΕΚΤ εκτιμούμε ότι η πιθανότητα για μετάβαση στη φάση της επιβράδυνσης τους επόμενους μήνες είναι μικρή. **Η φάση της ανάπτυξης είναι ιστορικά πολύ ευνοϊκή για τις μετοχές, ενώ δεν ενδείκνυται για τα ομόλογα.**

Όμως, η ακολουθούμενη πολιτική από την ΕΚΤ, καθώς και η ενδεχόμενη αύξηση – επέκταση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης είναι πιθανό να οδηγήσουν σε περαιτέρω μείωση της απόδοσης (yield) των ομολόγων και κατά συνέπεια σε καλή επενδυτική επίδοση. Από την άλλη πλευρά, εάν σημειωθεί επιδείνωση των στοιχείων των εισαγωγών σε ΗΠΑ και Κίνα **είναι πιθανό να οδηγήσει τις μετοχικές τιμές που συνδέονται με έντονη εξαγωγική δραστηριότητα σε χαμηλότερο επίπεδο**, παρά τη θετική επίδραση που προκύπτει από τις ενέργειες της ΕΚΤ.



**Οικονομικός κύκλος του Δείκτη Οικ. Κλίματος**

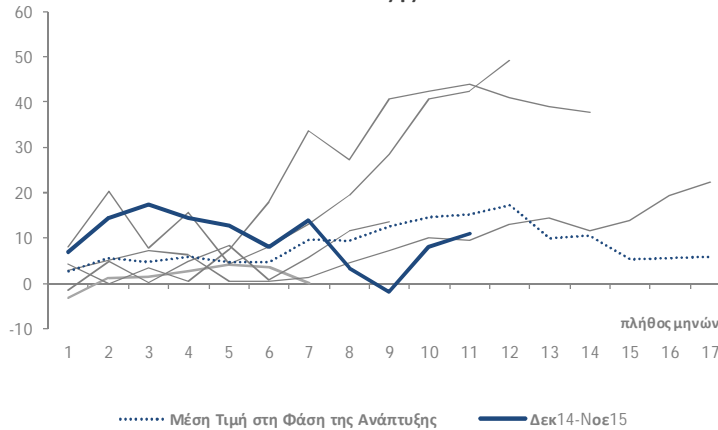


\* Σε σχέση με την απόδοση του EUR Cash



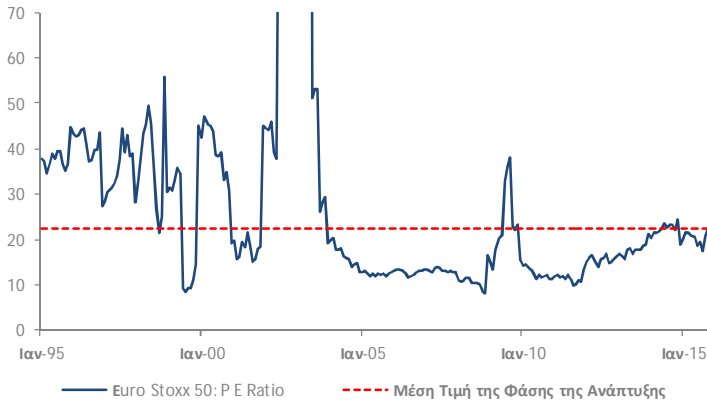
## Ευρωζώνη: Μετοχές

Euro Stoxx 50: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάπτυξης \*



\*Για τον υπολογισμό της πραγματικής απόδοσης του τελευταίου μήνα, χρησιμοποιούμε την αρχική εκτίμηση της Eurostat για τον πληθωρισμό.

Euro Stoxx 50: P E Ratio



Σωρευτική πραγματική απόδοση 10,9% σημειώθηκε στις μετοχές της Ευρωζώνης κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης, χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (15,3%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

**Ο δείκτης P/E διαμορφώνεται ελαφρώς υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της ανάπτυξης (22,5) του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα, καθώς κατά τη διάρκεια του τριμήνου Σεπτεμβρίου – Νοεμβρίου αυξήθηκε κατά περίπου 5,5 μονάδες.**

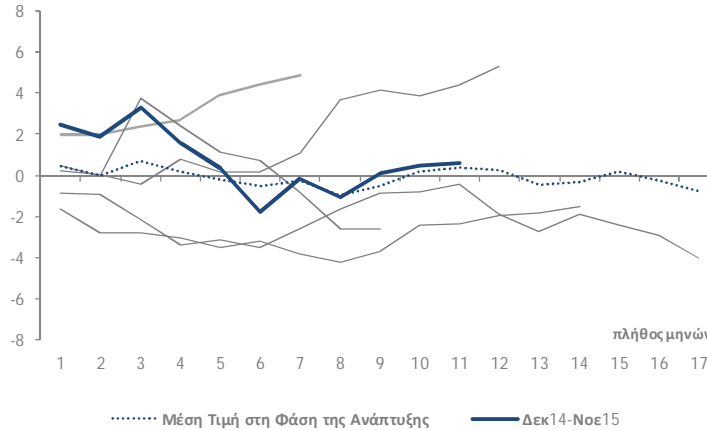
**Οι κίνδυνοι για τις ευρωπαϊκές μετοχές είναι ισορροπημένοι.** Το ακολουθούμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ (καθώς και η επέκτασή του) συμβάλλει σε σημαντικό βαθμό στην ανοδική κίνηση των τιμών των ευρωπαϊκών μετοχών. Αντίθετα, τα στοιχεία σχετικά με τις εισαγωγές σε ΗΠΑ και Κίνα αυξάνουν την πιθανότητα για καθοδική διόρθωση στις τιμές των ευρωπαϊκών μετοχών, ιδίως εκείνων που συνδέονται με έντονη εξαγωγική δραστηριότητα.





## Ευρωζώνη: Γερμανικά Κρατικά Ομόλογα

DE Bunds: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάπτυξης\*



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

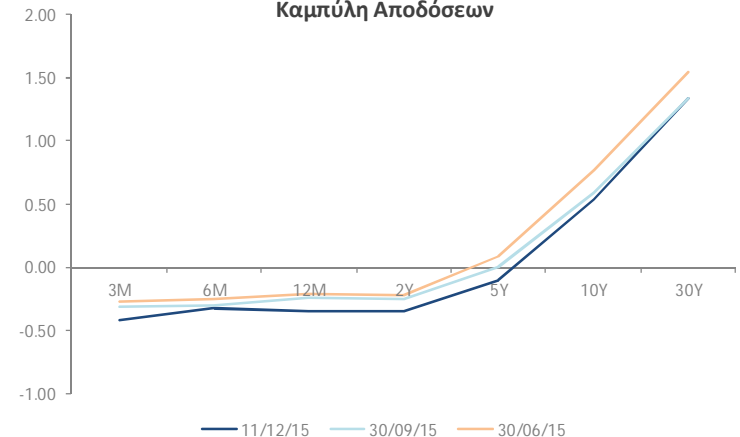
Σωρευτική πραγματική απόδοση 0,6% σημειώθηκε στα γερμανικά κρατικά ομόλογα κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης, ελαφρώς υψηλότερα σε σύγκριση με την αντίστοιχη μέση τιμή (0,4%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. **Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων (10Y-2Y) διαμορφώνεται πολύ κοντά στη μέση τιμή της κλίσης για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.**

Θεωρούμε ότι είναι πιθανή η αύξηση της κλίσης, διότι αναμένουμε αύξηση στην απόδοση των μακροχρόνιων διαρκειών, ενώ **οι αποδόσεις των βραχυχρόνιων θα παραμείνουν σε πολύ χαμηλά επίπεδα**, λόγω του ακολουθούμενου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ καθώς και της ενδεχόμενης επέκτασής του. **Επιπλέον, εξακολουθούμε να αναμένουμε σχετικά υψηλή μεταβλητότητα**, καθώς η επίδραση από τις αγορές ομολόγων από την ΕΚΤ θα έρχεται σε αντίθεση με τα θετικά οικονομικά στοιχεία που προκύπτουν.

Κλίση της Καμπύλης των Αποδόσεων



Καμπύλη Αποδόσεων



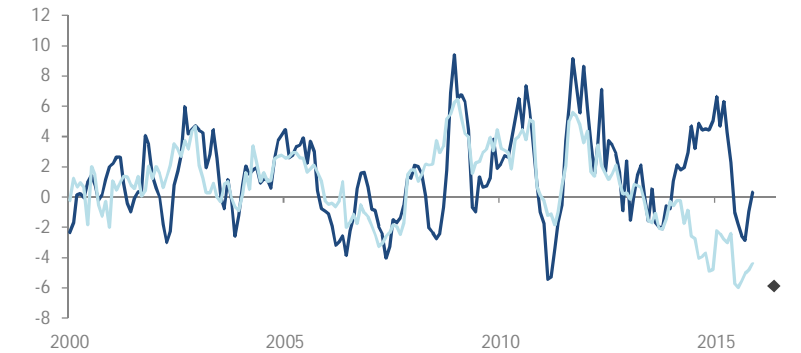


# Ευρωζώνη: Πρόβλεψη σε ορίζοντα εξαμήνου για τα γερμανικά κρατικά ομόλογα

Χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα στοιχεία στις αρχές Δεκεμβρίου (όταν ανακοινώθηκαν οι αποφάσεις της ΕΚΤ και τα στοιχεία για την αμερικανική αγορά εργασίας) για την κλίση και την κυρτότητα της καμπύλης των αποδόσεων, την πραγματική απόδοση των πενταετών ομολόγων, τη φάση του οικονομικού κύκλου και το δείκτη της τεκμαρτής μεταβλητότητας VDAX του γερμανικού χρηματιστηρίου εκτιμάμε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση (σε σύγκριση με την απόδοση που προκύπτει από την επένδυση σε EUR ρευστά διαθέσιμα) σε ορίζοντα 6 μηνών θα είναι -5,9% (έναντι του 0,3% που καταγράφηκε τον Οκτώβριο). Η διαφορά που απεικονίζεται στο διπλανό διάγραμμα οφείλεται κυρίως στις αποφάσεις ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ και δευτερευόντως στο σφάλμα που εμπεριέχει το υπόδειγμά μας. Όμως, η απόκλιση αυτή έχει ήδη μειωθεί.

Η υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα 6 μηνών που εκτιμήσαμε, αντιστοιχεί στην αύξηση της απόδοσης (yield) του δεκαετούς γερμανικού κρατικού ομολόγου τον Απρίλιο στο 1,50%, σε σύγκριση με το 0,47% που ήταν στο τέλος του Νοεμβρίου. Οι βασικοί παράγοντες, οι οποίοι σύμφωνα με τα υποδείγματά μας οδηγούν σε μικρότερο μέγεθος αρνητικής υπερβάλλουσας απόδοσης και κατά συνέπεια σε μικρότερη αύξηση της απόδοσης (yield) με βάση τα στοιχεία στις αρχές Δεκεμβρίου είναι η αύξηση που σημειώθηκε στην κλίση και την κυρτότητα της καμπύλης των αποδόσεων και η μείωση της πραγματικής απόδοσης των πενταετών ομολόγων (λόγω της αύξησης του πληθωρισμού και της ταυτόχρονης μείωσης της ονομαστικής απόδοσης των πενταετών ομολόγων).

Υπερβάλλουσα Απόδοση Χαρτοφυλακίου Ομολόγων σε ορίζοντα εξαμήνου



— Πραγματικά Στοιχεία  
 — Πρόβλεψη της υπερβάλλουσας απόδοσης σε ορίζοντα εξαμήνου βάσει του υποδείγματός μας  
 ◆ Πρόβλεψη για τον Απρίλιο του 2016 με βάση τα στοιχεία του Οκτωβρίου του 2015

Πρόβλεψη για την Απόδοση 10-ετούς Ομολόγου σε ορίζοντα εξαμήνου



— Εκτίμηση με βάση την προβλεπόμενη υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα εξαμήνου  
 — Απόδοση Δεκαετούς Ομολόγου  
 ◆ Πρόβλεψη για τον Απρίλιο του 2016 με βάση τα στοιχεία του Οκτωβρίου του 2015

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



## Απόκλιση Νομισματικών Πολιτικών ΗΠΑ - Ευρωζώνης

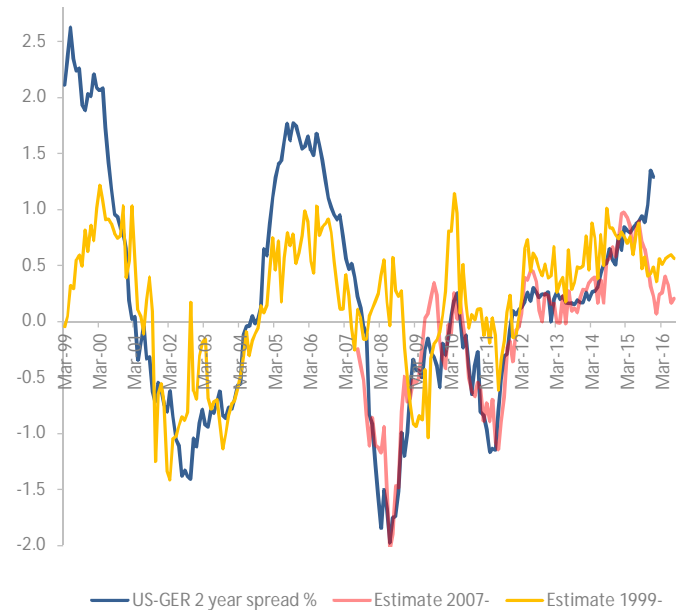
Εκτιμούμε τη σχέση της διαφοράς διετών αποδόσεων μεταξύ ΗΠΑ-Γερμανίας σε σχέση με μια σειρά από οικονομικές μεταβλητές αλλά και αγορές οι οποίες μπορούν να επηρεάζουν τις προσδοκίες για τη νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ και την Ευρωζώνη. Χρησιμοποιούμε τη διαφορά στους δομικούς πληθωρισμούς (πυρήνα, με υστέρηση 6 μηνών) μεταξύ ΗΠΑ-Ευρωζώνης, την ετήσια μεταβολή της τιμής του πετρελαίου (ταυτόχρονη και με υστέρηση έξι μηνών), τη διαφορά στην ανάπτυξη της προσφοράς χρήματος (M3 Ευρωζώνης και M2 ΗΠΑ), τη διαφορά μεταξύ του δείκτη ISM και του δείκτη οικονομικού κλίματος της Ευρωζώνης και τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής της ισοτιμίας EURUSD.

Εκτιμούμε το δείγμα με δύο διαφορετικά έτη εκκίνησης: το 1999 και το 2007. Υπάρχουν κάποιες διαφορές, αλλά τα ποιοτικά χαρακτηριστικά των εκτιμήσεων είναι επί το πλείστον παρόμοια. Επικεντρώνοντας την προσοχή μας στην περίοδο μετά το 2007, η τιμή του πετρελαίου έχει αρνητική σχέση με το spread ενώ του ευρώ έχει θετική. Παράλληλα, οι αυξήσεις στο spread ΗΠΑ-Γερμανίας προκαλεί η σχετική άνοδος του ISM, η σχετικά γρηγορότερη πιστωτική επέκταση των ΗΠΑ και η σχετική επιτάχυνση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ.

Πρόσφατα το spread βρέθηκε κοντά στο 1,4%, τιμή που έχει να σημειωθεί από τον Ιούλιο του 2006. Παράλληλα, όμως, ήδη από το Μάρτιο του 2015 οι εξελίξεις στα θεμελιώδη (ταχύτερη πτώση του πυρήνα του πληθωρισμού των ΗΠΑ, ταχύτερη πιστωτική επέκταση στην Ευρώπη και πτώση του ISM), αλλά και η πτώση του ευρώ θα συνηγορούσε σε πτώση του spread κατά περίπου 20-70 μ.β. (ανάλογα με την περίοδο εκτίμησης) ενώ έχει αυξηθεί κατά 48 μ.β., καθώς η αγορά είναι επικεντρωμένη στην πτώση της τιμής του πετρελαίου και έχει αγνοήσει τις υπόλοιπες μεταβλητές.

Για το 2016, η εξέλιξη της απόκλισης μεταξύ των δυο νομισματικών πολιτικών είναι δύσκολο να προεξοφληθεί περαιτέρω βασισμένη μόνο στη συνεχιζόμενη πτώση της τιμής του πετρελαίου και στις πτωτικές πιέσεις που αυτή δημιουργεί στον πληθωρισμό της Ευρωζώνης και τα κίνητρα που αυτή δημιουργεί για εντονότερο QE. Το συμπέρασμα αυτό θα έχει τις ανάλογες συνέπειες τόσο στην αγορά συναλλάγματος (αδυναμία δολαρίου) όσο και σε αυτές των ομολόγων και των μετοχών, όπου αποτελεί υποστηρικτικό παράγοντα για τις αμερικανικές αξίες.

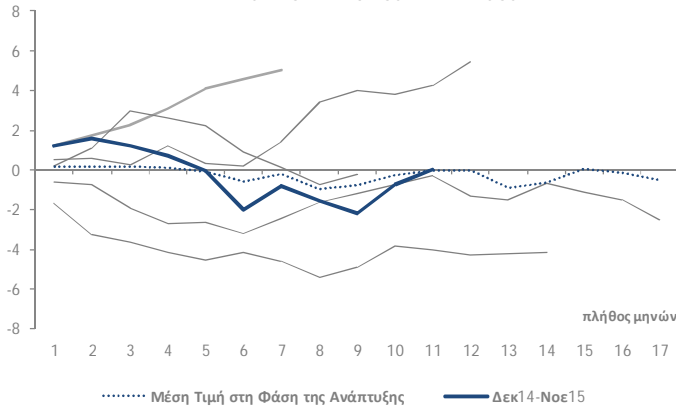
Διαφορά Διετών Αποδόσεων ΗΠΑ-Γερμανίας.





## Ευρωζώνη: Εταιρικά Ομόλογα

Εταιρικά Ομόλογα - Ευρωζώνη: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάπτυξης\*



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

Σωρευτική πραγματική απόδοση 0,1% σημειώθηκε στα εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης, ελαφρώς υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (-0,1%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1996 και ύστερα.

Το spread στις αποδόσεις μεταξύ των εταιρικών ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και του γερμανικού κρατικού ομολόγου διαμορφώνεται πολύ κοντά στην αντίστοιχη μέση τιμή για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 2003 και ύστερα.

Όμως, το spread στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων μεταξύ χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης διαμορφώνεται αρκετά υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της ανάπτυξης του οικ. κύκλου από το 2003 και ύστερα. Από το τέλος του α' τριμήνου του 2015 και ύστερα έχει σημειωθεί αξιοσημείωτη τάση διεύρυνσής του.

TR CB AAA Yield vs. 10Y DEGB Yield



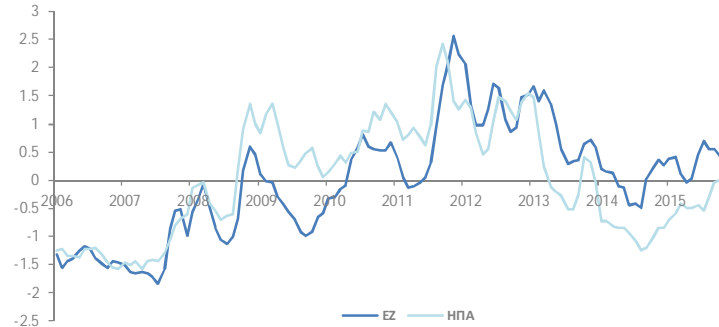
TR CB BBB Yield vs. TR CB AAA Yield





## Δείκτες Μεταβλητότητας

Δείκτης Αβεβαιότητας Οικ. Πολιτικής



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

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

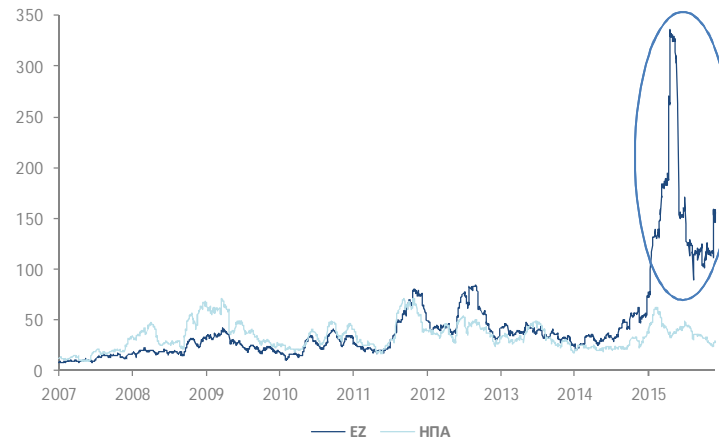
Η αβεβαιότητα στην εφαρμογή της οικονομικής πολιτικής στην Ευρωζώνη έχει μειωθεί ελαφρώς σε σχέση με το πρόσφατο υψηλό που καταγράφηκε στα μέσα του έτους.

Η μεταβλητότητα των αποδόσεων των γερμανικών ομολόγων είχε μειωθεί σημαντικά και υπήρχε προσπάθεια σταθεροποίησης. Όμως, μετά τις αποφάσεις της ΕΚΤ (που ήταν κατώτερες των προσδοκιών των αγορών) καταγράφηκε αξιοσημείωτη αύξηση.

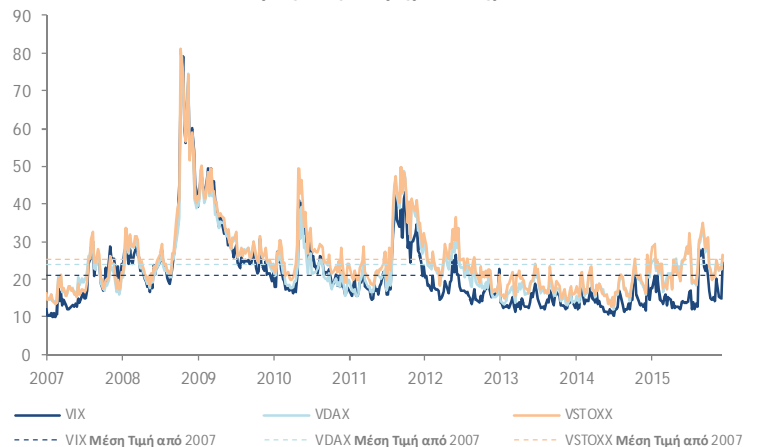
Ο δείκτης μεταβλητότητας των αμερικανικών ομολόγων εξακολουθεί να διαμορφώνεται σε χαμηλά επίπεδα, καθώς έχει ήδη αφομοιωθεί η αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου από τη FED.

Οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας έχουν μειωθεί από το πρόσφατο υψηλό και διαμορφώνονται πλέον κοντά στη μακροχρόνια μέση τιμή τους.

Μεταβλητότητα Κρατικών Ομολόγων



Μεταβλητότητα Χρηματιστηρίων

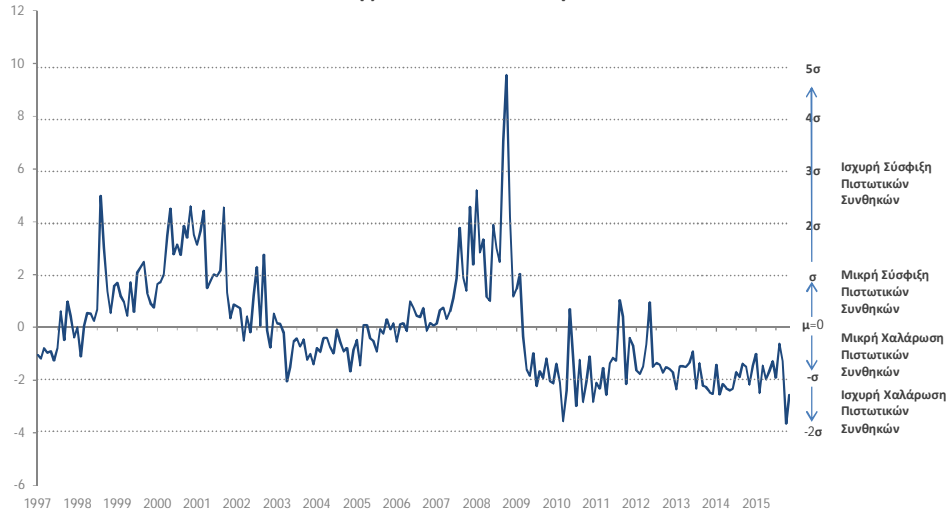






## Δείκτες Πιστωτικών Συνθηκών

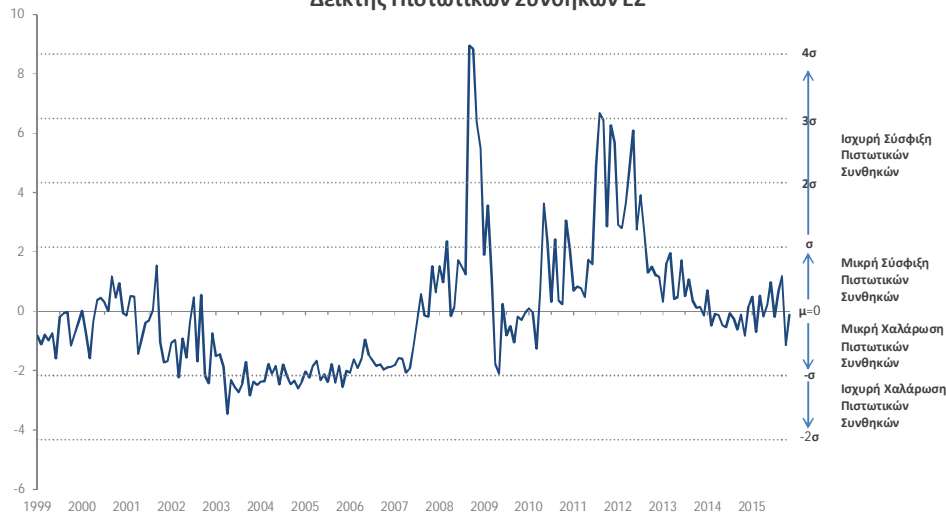
Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών ΗΠΑ



Ο δείκτης που έχουμε κατασκευάσει να αντανακλά τις πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στις ΗΠΑ εξακολουθεί να καταδεικνύει πολύ χαλαρές συνθήκες (μία τυπική απόκλιση υπό του μακροχρόνιου μέσου όρου, υποστηρίζοντας την απόφαση της FED για αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου και ξεκίνημα της επιστροφής στην «κανονικότητα» της πολιτικής της.

Ο δείκτης που έχουμε κατασκευάσει να αντανακλά τις πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στην Ευρωζώνη κατέδειξε μια μικρή σύσφιξη όταν οι αποφάσεις της ΕΚΤ ερμηνεύθηκαν ως κατώτερες έναντι των προσδοκιών των αγορών.

Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών ΕΖ



Όμως οι συνθήκες εξακολουθούν να είναι σχετικά χαλαρές, καθώς ο δείκτης διαμορφώνεται πλησίον του μακροχρόνιου μέσου όρου. Εάν ο δείκτης αυξηθεί περαιτέρω και ανέλθει μία τυπική απόκλιση υψηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου, τότε δύναται να αποτελέσει αιτία για περαιτέρω αποφάσεις ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ.

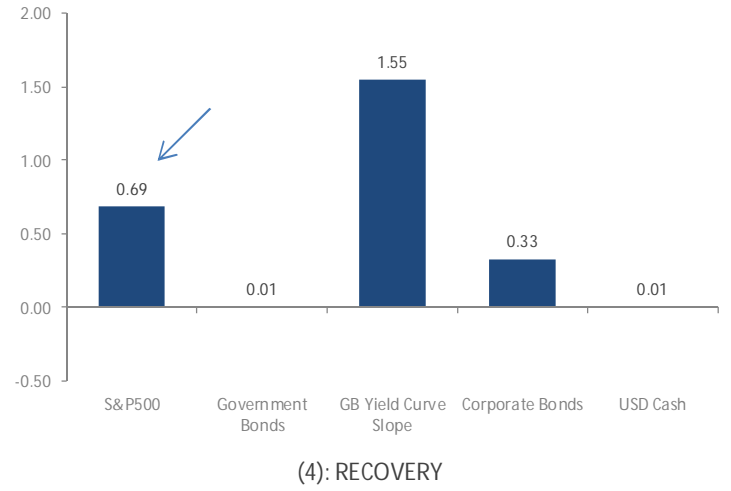
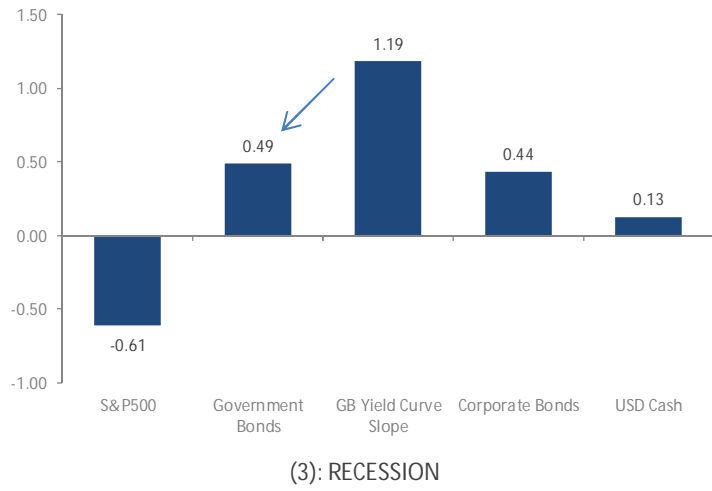
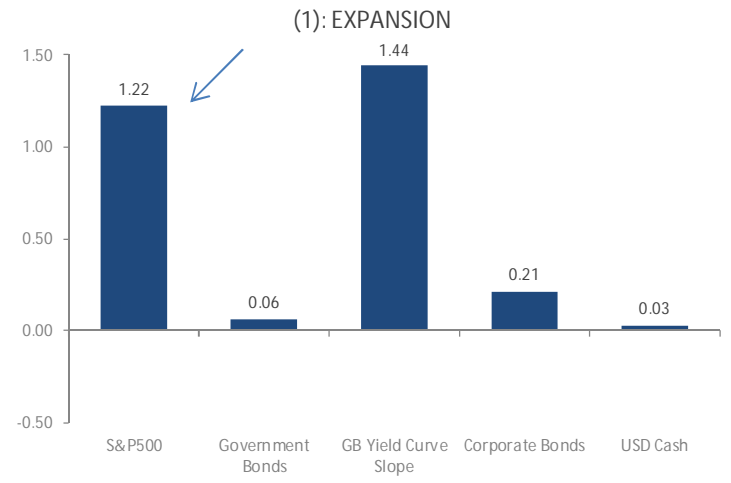
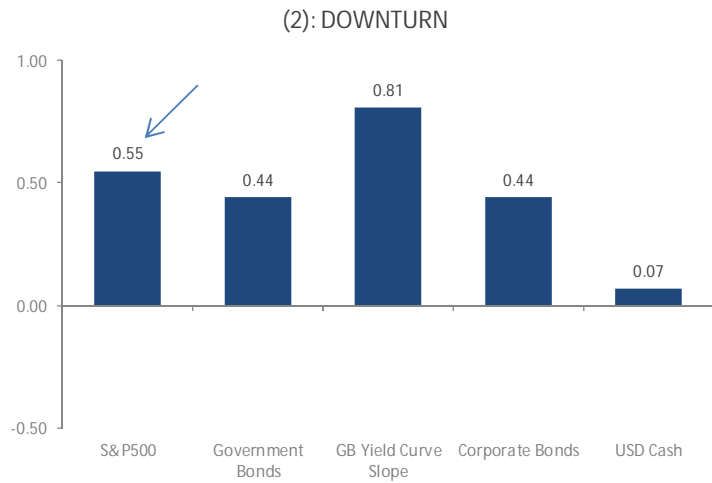


---

# *Παράρτημα*



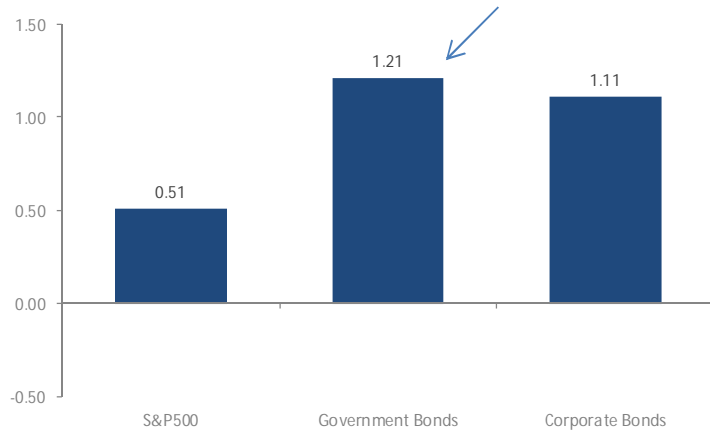
# ΗΠΑ: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος



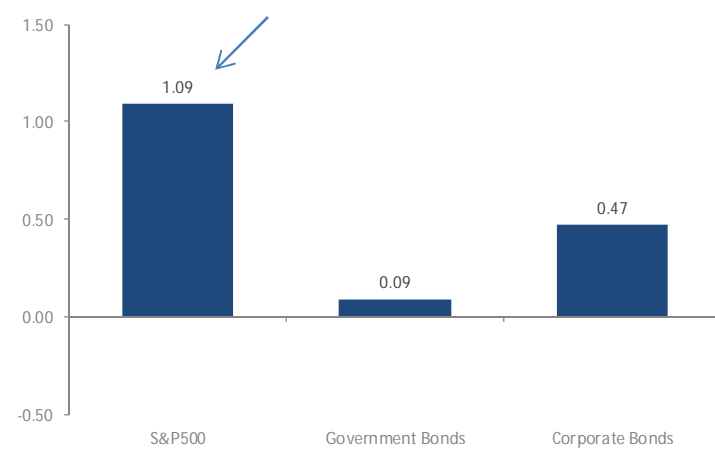


# ΗΠΑ: Sharpe Ratio & Οικονομικός Κύκλος

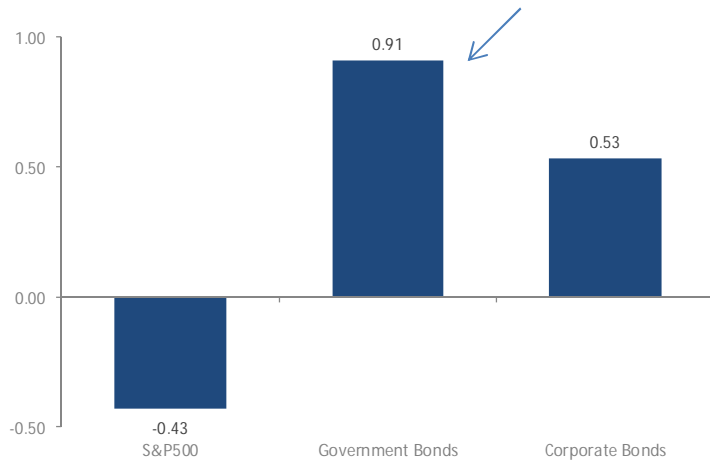
(2): DOWNTURN



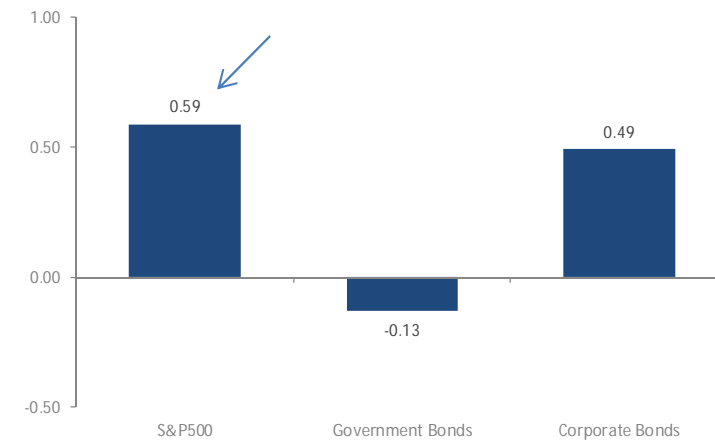
(1): EXPANSION



(3): RECESSION



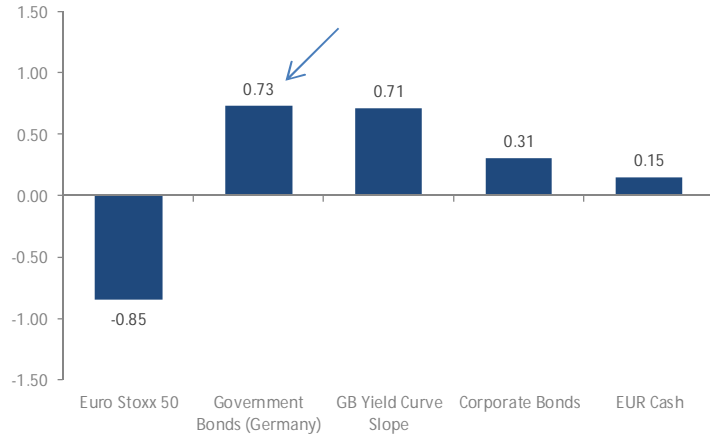
(4): RECOVERY



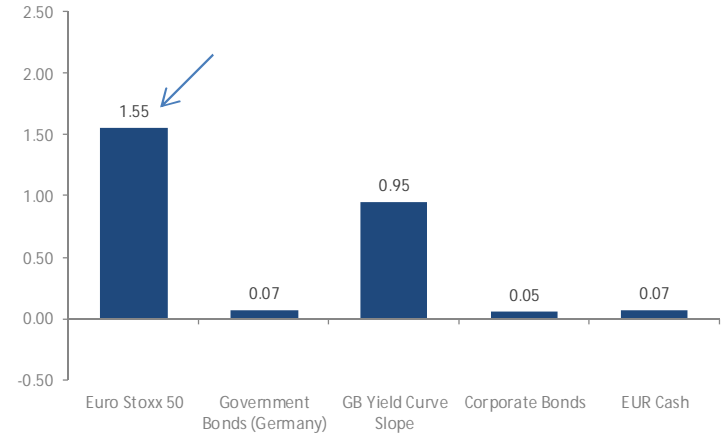


# Ευρωζώνη: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος

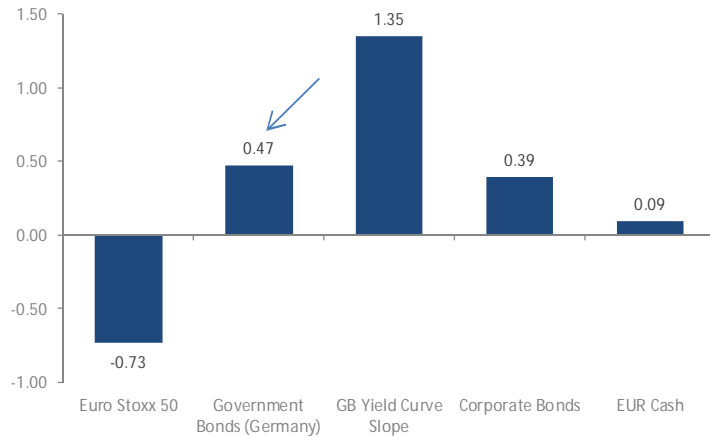
(2): DOWNTURN



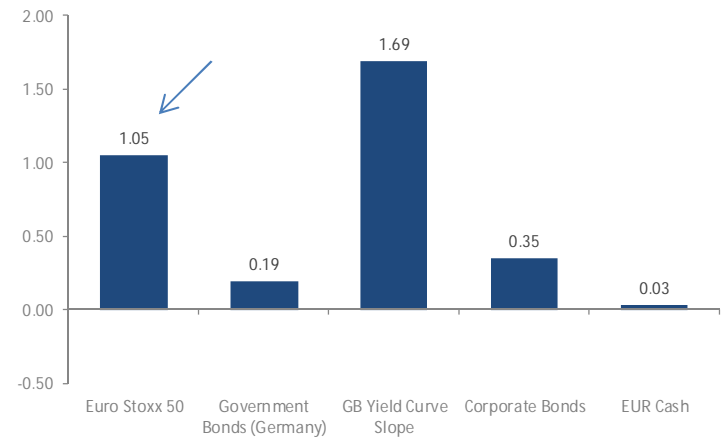
(1): EXPANSION



(3): RECESSION

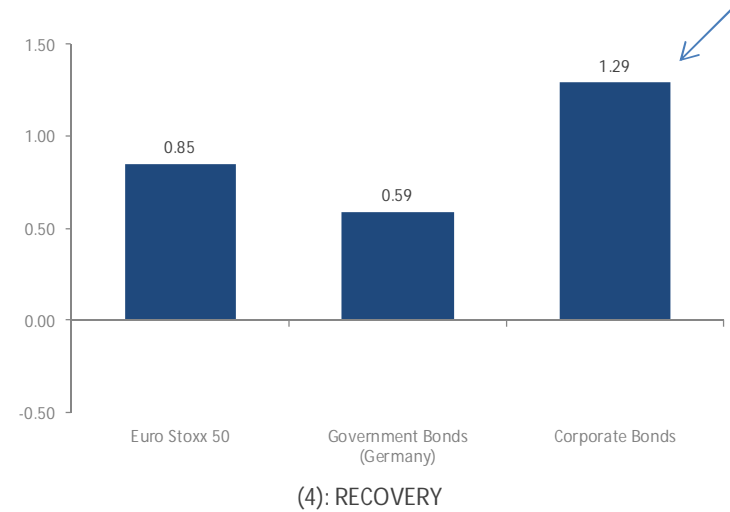
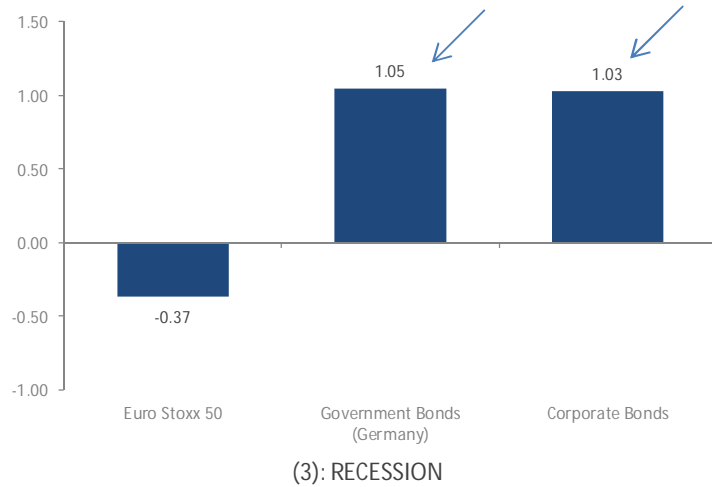
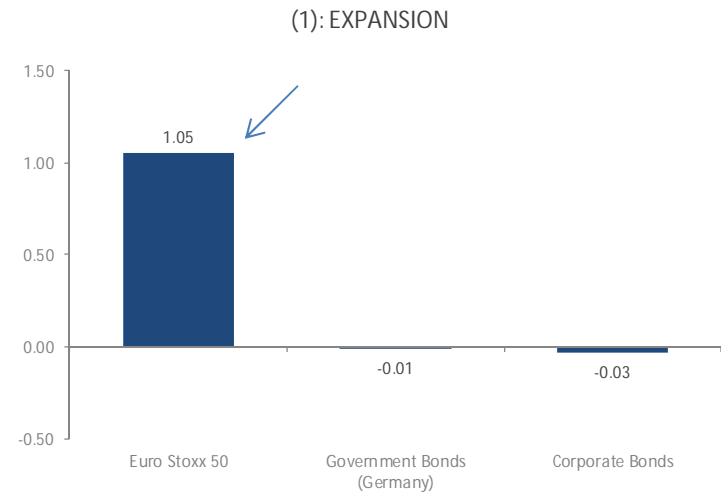
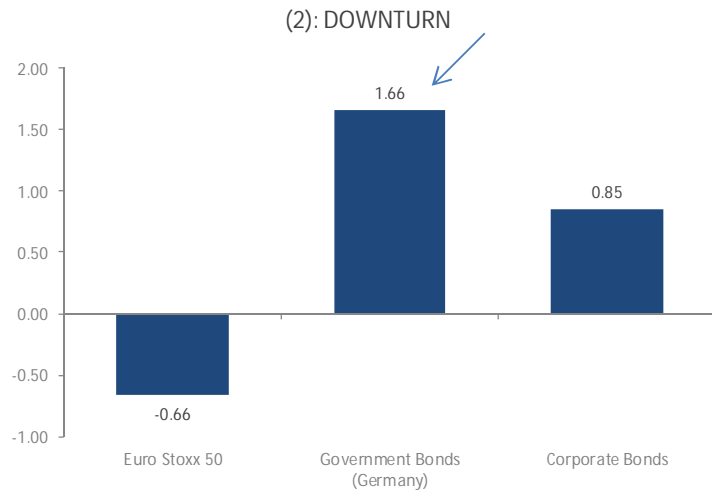


(4): RECOVERY





# Ευρωζώνη: Sharpe Ratio & Οικονομικός Κύκλος







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

### Ελληνική Οικονομία

Στάγγελ Ειρήνη	Manager	2163004495	Staggelir@piraeusbank.gr
Αγγελοπούλου Αναστασία	Economist	2163004488	Aggelopouloua@piraeusbank.gr

### Ανεπτυγμένες Οικονομίες

Πατίκης Βασίλειος	Head	2103739178	Patikisv@piraeusbank.gr
Αρακελιάν Βένη	Senior Economist	2163004492	Arakelianv@piraeusbank.gr
Πολυχρονόπουλος Διονύσης	Senior Economist	2163004493	Polychronopoulosd@piraeusbank.gr
Παπακώστας Χρυσοβαλάντης	Economic Analyst	2163004491	Papakostasc@piraeusbank.gr
Κωνσταντού Ευαγγελία	Junior Economic Analyst	2163004486	Konstantoue@piraeusbank.gr

### Αναπτυσσόμενες Οικονομίες

Ρότσικα Δημητρία	Economist	2163004494	Rotsikad@piraeusbank.gr
Γιαννακίδης Χαρίλαος	Junior Economic Analyst	2163004485	Giannakidisch@piraeusbank.gr

### Κλαδικές Μελέτες

Βλάχου Παρασκευή	Economic Analyst	2163004483	Vlachoupar@piraeusbank.gr
------------------	------------------	------------	---------------------------

### Θεσμικές και Εποπτικές Εξελίξεις

Λεβεντάκης Αρτέμης	Senior Economist	2163004487	LeventakisAr@piraeusbank.gr
Μαργαρίτη Κωνσταντίνα	Junior Economic Analyst	2163004489	Margaritik@piraeusbank.gr



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