



Διεθνείς Οικονομίες & Αγορές: Κομβικό Σημείο για Οικονομίες & Αγορές



Λεκκός Ηλίας
Πατίκης Βασίλης
Πολυχρονόπουλος Διονύσης
Κωνσταντού Ευαγγελία
Παπακώστας Χρυσοβαλάντης

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ



Σύνοψη

- **Βρισκόμαστε σε ένα κομβικό σημείο τόσο στην παγκόσμια οικονομία όσο και στις αγορές.** Ειδικότερα, η μεταποίηση στις ΗΠΑ έχει οριακά εισέρθει στην ανάκαμψη από την φάση της ύφεσης, ενώ αντίθετα οι πρόδρομοι δείκτες ενός ευρύτερου φάσματος της αμερικανικής οικονομίας βρίσκονται σε οριακό σημείο μεταξύ επιβράδυνσης και ύφεσης. Παράλληλα έχουμε παρατηρήσει και μια σημαντική ανάκαμψη των ριψοκίνδυνων αξιών.
- **Θεωρούμε ότι ένα μεγάλο μέρος της ανάκαμψης της μεταποίησης οφείλεται κυρίως στην πτώση του δολαρίου** και δεν θα είναι από μόνη της τόσο σημαντική ώστε να σηματοδοτήσει επιτάχυνση της υπόλοιπης οικονομίας με παράλληλη διατήρηση της ανάκαμψης των ριψοκίνδυνων αξιών.
- **Είναι ενδιαφέρον ότι παράλληλα με την αποδυνάμωση του δολαρίου παρατηρήθηκε και μια ηρεμία στο κινεζικό μέτωπο** με σταθεροποίηση των συναλλαγματικών αποθεμάτων και εξασθένιση των πιέσεων στο γουάν. Με την υποχώρηση του δολαρίου συνδέεται μερικώς τουλάχιστον και η σταθεροποίηση της τιμής του πετρελαίου η οποία πιθανόν να οδηγήσει σε μια ανάκαμψη του ευρωπαϊκού πληθωρισμού και τελικά να μειώσει τις ανησυχίες για τον κίνδυνο του αποπληθωρισμού στην Ευρώπη.
- **Λόγω των θετικών αυτών επιδράσεων από το αδύναμο δολάριο, δεν αναμένουμε ότι η FED θα μεταβεί σε μια πιο αυστηρή ρητορική** λόγω των τάσεων ανάκαμψης της οικονομίας στις ΗΠΑ. Μια τέτοια εξέλιξη θα αποτελούσε σημαντικό αρνητικό καταλύτη για την διεθνή οικονομία και τις αγορές. Οι εξελίξεις στην αγορά εργασίας των ΗΠΑ θα αποτελέσουν καθοριστικό παράγοντα. Μια διατήρηση της ανοδικής τάσης των μισθών θα φέρουν την FED μπροστά σε ένα πολύ σημαντικό δίλημμα μεταξύ συγκράτησης του εγχωρίου πληθωρισμού και αποφυγής αύξησης της διεθνούς μεταβλητότητας σε οικονομίες και αγορές.
- **Παραμένουμε σε μια εύθραυστη συγκυρία τόσο για την οικονομία όσο και για τις αγορές** όπου τα θεμελιώδη στοιχεία ανάπτυξης, κερδοφορίας και αποτιμήσεων παραμένουν ανησυχητικά. Στον αντίποδα όμως οι ενέργειες των κεντρικών τραπεζών παραμένουν καθοριστικές με την FED και το δολάριο να παραμένουν στο προσκήνιο.



Executive Summary: Οικονομία ΗΠΑ & FED

- Μικτή κρίνουμε ότι είναι η εικόνα για την οικονομία των ΗΠΑ, καθώς **ο μεταποιητικός τομέας και οι εξαγωγές έχουν εισέλθει στη φάση της ανάκαμψης επωφελούμενοι από τη διολίσθηση της ισοτιμίας του USD την περίοδο Φεβρουαρίου – Απριλίου**. Αντίθετα, ο τομέας των υπηρεσιών (που αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος της οικονομίας) είναι πολύ κοντά στο όριο που διαχωρίζει τις φάσεις της επιβράδυνσης και της ύφεσης. Παράλληλα, το ποσοστό της αποταμίευσης των νοικοκυριών εμφανίζει ανοδική τάση, ενώ ο ρυθμός αύξησης του προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος επιβραδύνεται. Αυτός ο συνδυασμός αυξάνει τον κίνδυνο για επιβράδυνση του ρυθμού μεγέθυνσης της ιδιωτικής καταναλωτικής δαπάνης (που επίσης αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος της οικονομίας).
- Κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2016 ο τριμηνιαίος (ετησιοποιημένος) ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε σε απογοητευτικά χαμηλό επίπεδο. Συνεπώς, **για το σύνολο του 2016 εκτιμούμε ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 1,8%** (οριακά χαμηλότερα από το 1,9% που ήταν η προηγούμενη εκτίμησή μας), καταγράφοντας αξιοσημείωτη επιβράδυνση έναντι του 2,4% του 2015 και του 2014. Ειδικότερα, επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης εκτιμούμε ότι θα πραγματοποιηθεί στην κατανάλωση και στις επενδύσεις, ενώ αντίθετα επιτάχυνση θα σημειωθεί στη δημόσια δαπάνη. Η σημαντική αύξηση στον αριθμό των νέων αιτήσεων για παροχή επιδόματος ανεργίας που σημειώθηκε πρόσφατα ενδεχομένως να αποτελεί μια πρώτη ένδειξη για επιδείνωση (ή παύση της πορείας βελτίωσης) στην αγορά εργασίας, η οποία εμπειρικά εμφανίζει χρονική υστέρηση σε σχέση με την εξέλιξη της οικονομικής δραστηριότητας.
- Στην πρόσφατη συνεδρίαση του Απριλίου η ρητορική της FED ήταν ελαφρώς πιο αυστηρή σε σύγκριση με τις δύο προηγούμενες συνεδριάσεις, καθώς υποβαθμίστηκε ελαφρώς η σπουδαιότητα της επίδρασης που ασκούν οι εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον και στις διεθνείς αγορές στην αμερικανική οικονομία. **Η πολιτική της FED εκτιμούμε ότι θα επικεντρωθεί στην αποτροπή της ενίσχυσης της ισοτιμίας του USD, διότι αποδείχθηκε ότι η ενίσχυσή της προκάλεσε σοβαρές αρνητικές συνέπειες** τόσο στην αμερικανική οικονομία όσο και στο διεθνές οικονομικό και χρηματοπιστωτικό περιβάλλον. Εκτιμούμε ότι μία πιθανή αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου (στο 0,50%-0,75%) θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί στα τέλη του 2016, εφόσον ο πληθωρισμός θα έχει επιταχυνθεί και το ποσοστό συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό θα έχει αυξηθεί.



Executive Summary: Οικονομία Ευρωζώνης & ΕΚΤ

- Η πλειοψηφία των πρόδρομων οικονομικών δεικτών έχει εισέλθει στη φάση της επιβράδυνσης, διαπιστώνοντας ότι η εξέλιξή τους ακολουθεί με χρονική υστέρηση εκείνη των πρόδρομων οικονομικών δεικτών των ΗΠΑ. Το ακολουθούμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ σε συνδυασμό με το μειωμένο κόστος αναχρηματοδότησης του δημοσίου και εταιρικού χρέους και οι δαπάνες για την αποκατάσταση των προσφύγων ευνοούν τη μεγέθυνση της εσωτερικής ζήτησης. Αντίθετα, η ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ και τα αρνητικά στοιχεία για το διεθνές εμπόριο αποτελούν ανησυχητικό παράγοντα για την εξαγωγική δραστηριότητα. Όμως, εφόσον το βάρος της ανάπτυξης προσδοκάται να επικεντρωθεί στην εσωτερική ζήτηση τότε η ενίσχυση της ισοτιμίας του ευρώ ενδεχομένως να αποδειχτεί ότι είναι θετικός παράγοντας για τη μεγέθυνση του συνόλου του ΑΕΠ.
- Κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2016 ο τριμηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε σε ικανοποιητικά υψηλό επίπεδο. Συνεπώς, **για το σύνολο του 2016 εκτιμούμε ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης θα διαμορφωθεί στο 1,5%** (οριακά υψηλότερα από το 1,4% που ήταν η προηγούμενη εκτίμησή μας), όπως ήταν και το 2015. Ειδικότερα, η μικρή επιβράδυνση στο ρυθμό μεγέθυνσης της ιδιωτικής κατανάλωσης θα αντισταθμιστεί από τη μικρή επιτάχυνση στις επενδύσεις και στη δημόσια κατανάλωση. Όμως, η ένταξη των εταιρικών ομολόγων στο ακολουθούμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ ενδεχομένως να τονώσει τις επιχειρηματικές επενδύσεις σε μεγαλύτερο βαθμό, γεγονός που αντανακλάται στην πρόσφατη συρρίκνωση του περιθωρίου των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων.
- Η ΕΚΤ εκτιμούμε ότι δεν θα επιδείξει τάση ανταπόδοσης στις ενέργειες της FED. Δηλαδή, δεν έχει την πρόθεση να προχωρήσει σε εντονότερη ποσοτική χαλάρωση, λόγω της διστακτικότητας που επιδεικνύει η FED και της συνακόλουθης ενίσχυσης της ισοτιμίας EURUSD. Εκτιμούμε ότι **η διολίσθηση του USD θα ενισχύσει τη διεθνή ζήτηση για πετρέλαιο και κατ' επέκταση τη διεθνή τιμή του οδηγώντας σε σταδιακή ανάκαμψη του πληθωρισμού, παρά την ενίσχυση της ισοτιμίας του ευρώ**. Στην περίπτωση υιοθέτησης περαιτέρω χαλάρωσης από την ΕΚΤ, αναμένουμε ότι θα προκριθεί η επιλογή της χρονικής επέκτασης της διεξαγωγής του ακολουθούμενου προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης και όχι η αύξηση του μηνιαίου ποσού αγοράς ή η μείωση του επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων (deposit facility rate).



Executive Summary: Αγορές

- **Κατά τη διάρκεια του 2016, το πετρέλαιο έχει καταγράψει τα υψηλότερα κέρδη (29% το NYMEX-WTI και 28,5% το Brent) και έπεται ο χρυσός (20%).** Συνεπώς, η τιμή των εμπορευμάτων (σύμφωνα με το δείκτη S&P GS CI) έχει ενισχυθεί κατά 18%. Παράλληλα, οι τιμές των ομολόγων (κρατικών και εταιρικών) έχουν αυξηθεί περισσότερο από 3,0% απορροφώντας τις συνέπειες από τις πολιτικές των μεγάλων κεντρικών τραπεζών. Αντίθετα σημαντικές απώλειες έχουν καταγραφεί στην πλειοψηφία των μεγάλων χρηματιστηρίων (-13,5% ο NIKKEI -10% ο Euro Stoxx. Εξαίρεση αποτελεί ο αμερικανικός δείκτης S&P που έχει ενισχυθεί οριακά. Συνεπώς, σε παγκόσμιο επίπεδο (σύμφωνα με το δείκτη MSCI World) έχει σημειωθεί οριακή μείωση των τιμών των μετοχών.
- **Η φάση της ανάκαμψης για το δείκτη ISM αντιστοιχεί ιστορικά με υψηλότερο λόγο τιμής – κερδών (P/E ratio) για τις αμερικανικές μετοχές.** Θετική επίσης εξέλιξη για τις μετοχές είναι και η ανάκαμψη του δείκτη των επενδυτών λιανικής AAI. Πέρα όμως από την κυκλική αυτή θεώρηση των αποτιμήσεων, ένα ευρύτερο σύνολο ενδείξεων (κλίση της καμπύλης 10-2, το δολάριο, η ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος και το κόστος που εταιρικού δανεισμού) συνηγορούν σε σημαντικά χαμηλότερες αποτιμήσεις. Παράλληλα, **οι περισσότερες ενδείξεις συνηγορούν σε μια διατήρηση της επιβράδυνσης της εταιρικής κερδοφορίας των αμερικανικών επιχειρήσεων.**
- Η μετάβαση του πρόδρομου επιχειρηματικού δείκτη ISM του μεταποιητικού τομέα από τη φάση της ύφεσης σε εκείνη της ανάκαμψης **σηματοδοτεί ιστορικά πιο απότομη κλίση της καμπύλης των αποδόσεων των αμερικανικών κρατικών ομολόγων.** Σε ένα περιβάλλον όπου η FED παραμένει «ήπια» αυτό θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί μόνο με σημαντική μείωση των διετών αποδόσεων. Αντίθετα, η μετάβαση του γενικού πρόδρομου δείκτη οικονομικού κλίματος της Ευρωζώνης από τη φάση της ανάπτυξης σε εκείνη της επιβράδυνσης συνδέεται ιστορικά με πιο επίπεδη κλίση της καμπύλης των αποδόσεων των γερμανικών κρατικών ομολόγων.
- **Στα εταιρικά ομόλογα, η μετάβαση που πραγματοποιήθηκε στο δείκτη ISM συνδέεται ιστορικά με συρρίκνωση των περιθωρίων στις αποδόσεις τους,** ενώ αντίθετα η μετάβαση στο δείκτη της Ευρωζώνης στην επιβράδυνση συνδέεται ιστορικά με διεύρυνση των περιθωρίων των αποδόσεών τους. Βέβαια, η απόφαση της EKT να εντάξει τα εταιρικά ομόλογα στο ακολουθούμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης οδήγησε σε συρρίκνωση των περιθωρίων των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων παρά την διαφαινόμενη επιβράδυνση της οικονομίας.

Οικονομική Ανάλυση ΗΠΑ



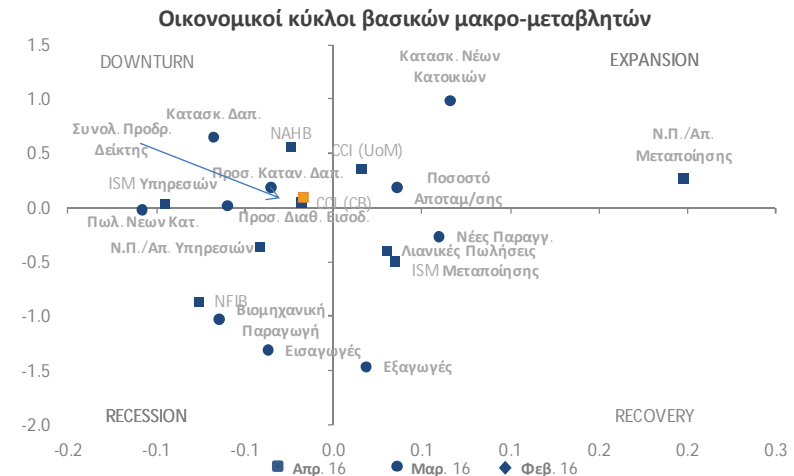
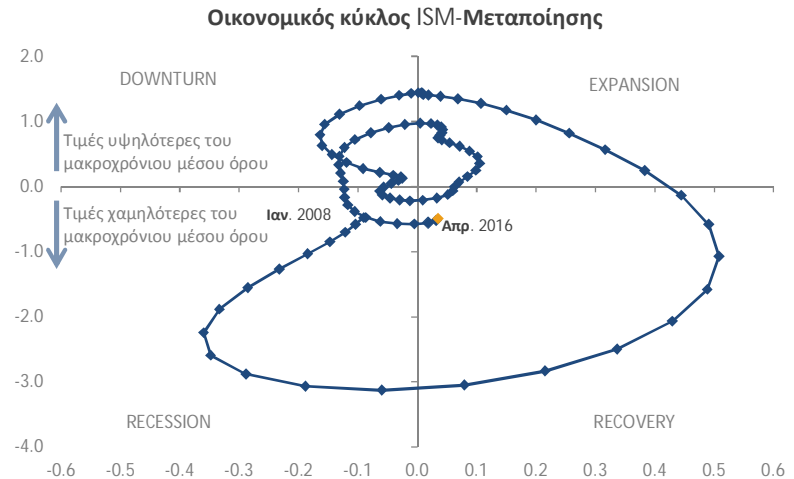
Οικονομικός Κύκλος ΗΠΑ: Η διολίσθηση του USD ωφελεί τη μεταποίηση και τις εξαγωγές



Από την ποσοτική επεξεργασία των στοιχείων του πρόδρομου δείκτη ISM Manufacturing προκύπτει ότι ο μεταποιητικός τομέας εισήλθε στη φάση της ανάκαμψης τον Ιανουάριο του 2016. Παρόμοια εξέλιξη έχει καταγραφεί και στις εξαγωγές, αντανακλώντας τη θετική επίδραση από την πρόσφατη διολίσθηση της ισοτιμίας του USD.

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 (από το Μάρτιο του 2015), αλλά είναι κοντά στον οριζόντιο άξονα που διαχωρίζει τις φάσεις της επιβράδυνσης και της ύφεσης. Σε ανάλογη θέση βρίσκεται και ο πρόδρομος επιχειρηματικός δείκτης ISM του τομέα των υπηρεσιών.

Σχετικά με την εξέλιξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, το προσωπικό διαθέσιμο εισόδημα παραμένει στη φάση της επιβράδυνσης, αλλά είναι πολύ κοντά στον οριζόντιο άξονα που διαχωρίζει τις φάσεις της επιβράδυνσης και της ύφεσης. Επιπλέον, το ποσοστό αποταμίευσης βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης. Αυτός ο συνδυασμός αποτελεί αρνητική ένδειξη για την εξέλιξη της κατανάλωσης.



*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: Υψηλότεροι μισθοί – Λιγότερες προσλήψεις

Κατώτερα των προσδοκιών ήταν τα στοιχεία για την αγορά εργασίας που αφορούν τον Απρίλιο, καθώς δημιουργήθηκαν 160 χιλ. νέες θέσεις εργασίας, σημαντικά λιγότερες από τη μέση εκτίμηση της αγοράς (200 χιλ.), αλλά και από αυτές του Μαρτίου (208 χιλ.). Ανάλογη εικόνα προέκυψε και από την έρευνα που βασίζεται στα νοικοκυριά, καθώς παρότι το ποσοστό ανεργίας διατηρήθηκε στο 5,0%, καταγράφηκε όμως μεγάλη μείωση του αριθμού των εργαζόμενων και ταυτόχρονα μείωση του ποσοστού συμμετοχής στο εργατικό δυναμικό στο 62,8% (Μάρ. 16: 63,0%). Αυτή η μείωση εκτιμούμε ότι θα είναι παροδική. Αντίθετα, θετική εξέλιξη ήταν η αύξηση κατά 2,5% σε ετήσια βάση του μέσου ωρομίσθιου από 2,3% το Μάρτιο.

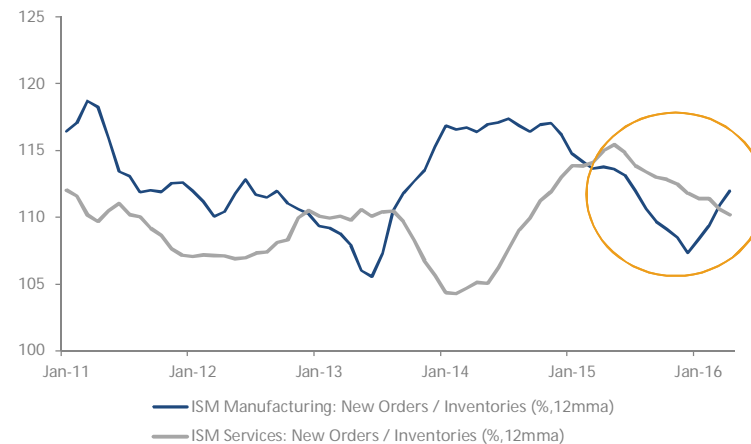
Η επιτάχυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών και η αύξηση του ποσοστού συμμετοχής που καταγράφεται από τα τέλη του 2015 και ύστερα αποτελούν μια πρώτη ένδειξη ότι έχουν αρχίσει να επικρατούν σχετικά «σφιχτές» συνθήκες στην αγορά εργασίας, σηματοδοτώντας ότι **βρίσκεται σχετικά κοντά στο κατώτερο ποσοστό ανεργίας που δεν προκαλεί πληθωριστικές πιέσεις («NAIRU»)**. Βέβαια, η πρόσφατη πτώση του ποσοστού συμμετοχής, αλλά και η μείωση της απασχόλησης (έρευνα των νοικοκυριών), συνηγορούν στο αντίθετο. Σε ένα θετικό για την αγορά εργασίας σενάριο όμως, εκτιμούμε ότι ακόμη και η αύξηση του ποσοστού ανεργίας στο 6,0% θα αντανakλούσε βελτίωση στην αγορά εργασίας, εφόσον συνδέεται με ετήσιο ρυθμό αύξησης των μισθών στο 3,0% και ενίσχυση του ποσοστού συμμετοχής στο 65%.

Η εικόνα των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών τον Απρίλιο ήταν μεικτή. Στον τομέα της μεταποίησης ο πρόδρομος δείκτης ISM υποχώρησε στο 50,8, εντονότερα από ό,τι γενικά αναμενόταν (51,5), έναντι 51,8 το Μάρτιο. Ο λόγος των νέων παραγγελιών προς τα αποθέματα μειώθηκε ελαφρώς στο 122,6% (Μάρ. 16: 124,0%), έχοντας όμως ενισχυθεί σε σημαντικό βαθμό από τα τέλη του 2015 και ύστερα. Ενθαρρυντική ήταν η εικόνα στους εκτός μεταποίησης τομείς καθώς ο σχετικός πρόδρομος δείκτης ISM ανήλθε τον Απρίλιο στο 55,7 από 54,5 το Μάρτιο και 54,7 που εκτιμούσε γενικά η αγορά. Ανοδικά, επίσης, κινήθηκε και ο λόγος των νέων παραγγελιών προς τα αποθέματα, στο 110,9% (Μαρ. 16: 108,0%).

Αγορά Εργασίας



Νέες Παραγγελίες & Αποθέματα σε Μεταποίηση & Υπηρεσίες





ΗΠΑ: Μικρή Ανοδική Αναθεώρηση του Μεσοπρόθεσμου Ρυθμού Σύγκλισης

Τρ. Πειραιώς: Πρόδρομος Δείκτης & Πραγμ. ΑΕΠ ΗΠΑ

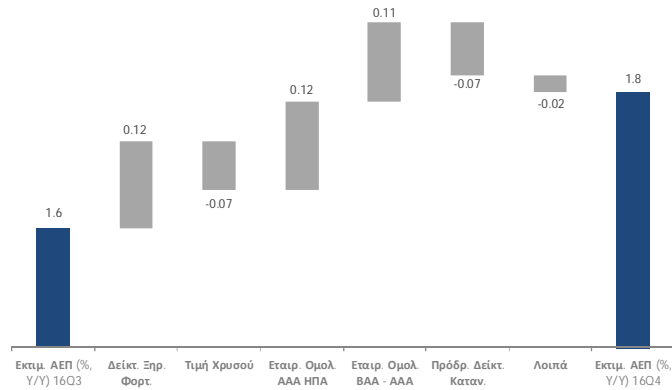


Ο δείκτης Οικονομικής Δραστηριότητας της Τράπεζας Πειραιώς κατασκευάζεται με την μέθοδο ανάλυσης κύριων συνιστωσών (Principal Component Analysis). Ως μεταβλητές έχουν χρησιμοποιηθεί πρόδρομοι δείκτες και στοιχεία των αγορών.

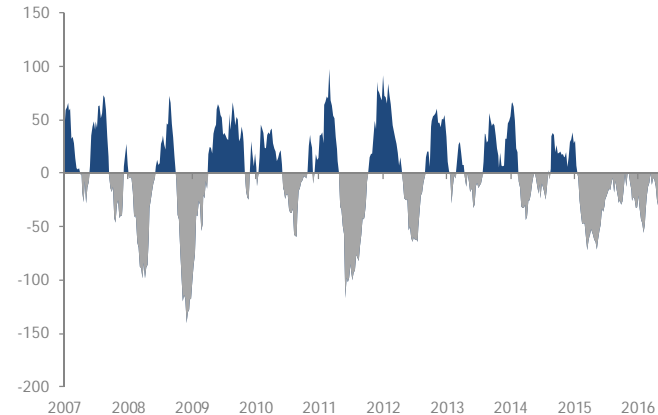
Μεσοπρόθεσμη Εκτίμηση: Χρησιμοποιούμε μεταβλητές που σχετίζονται με πρόδρομους οικονομικούς δείκτες και στοιχεία από τις αγορές για να εκτιμήσουμε τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ σε ορίζοντα εξαμήνου. Διαπιστώνουμε ότι με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία του β' τριμήνου **θα μπορεί να συγκλίνει στο 1,8%, σημειώνοντας ανοδική αναθεώρηση έναντι του 1,6% που ήταν η εκτίμησή μας με βάση τα στοιχεία του α' τριμήνου.** Αυτή η ανοδική αναθεώρηση οφείλεται κυρίως στη συρρίκνωση του περιθωρίου των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων, στην αύξηση των τιμών των ναύλων και στην αύξηση της κλίσης της καμπύλης των τιμών των συμβολαίων του πετρελαίου.

Οικονομικές Εκπλήξεις: Ο δείκτης των οικονομικών εκπλήξεων (Citi) εξακολουθεί να βρίσκεται σε αρνητικό έδαφος (διότι τα στοιχεία που ανακοινώνονται είναι κατώτερα έναντι των προσδοκιών) και κατά τη διάρκεια των πρόσφατων εβδομάδων έχει μειωθεί σε εντονότερα αρνητικό έδαφος. **Η περαιτέρω παραμονή του συγκεκριμένου δείκτη σε αρνητικό έδαφος ενισχύει το ενδεχόμενο της επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης.**

ΗΠΑ: Επιμερισμός της πρόβλεψης για το ΑΕΠ στις Μεταβλητές



Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων Citi, ΗΠΑ





ΗΠΑ: Επιβράδυνση στο 1,8% του ρυθμού ανάπτυξης αναμένεται το 2016

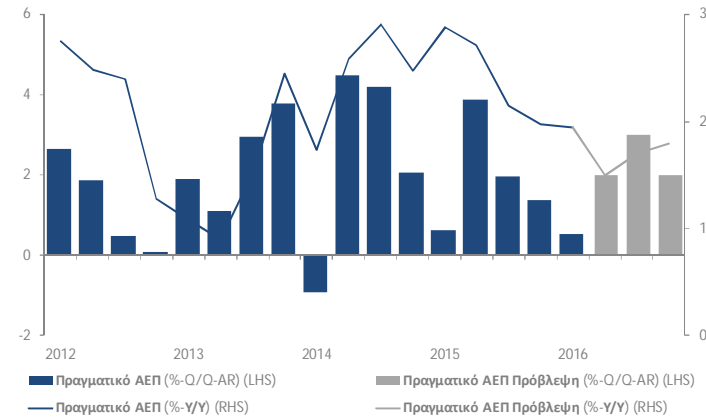
Σημαντική επιβράδυνση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2016 στον τριμηνιαίο ρυθμό (σε ετησιοποιημένη βάση) μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ στο 0,5% (από το 1,4% του 8' τριμήνου του 2015), αποτελώντας τον χαμηλότερο ρυθμό από το α' τρίμηνο του 2014.

Στην περίπτωση, κατά την οποία η συνισταμένη των πρόδρομων δεικτών εισέλθει στη φάση της ύφεσης, τότε η οικονομία θα κινείται με ρυθμούς αρκετά χαμηλότερους έναντι του μακροχρόνιου μέσου όρου (2,4%).

Για το 2016, εκτιμούμε ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός θα διαμορφωθεί στο 1,8%, αρκετά χαμηλότερος έναντι του 2,4% του 2015 και του 2014. Όμως, σύμφωνα με αυτά που αναλύσαμε στην ακριβώς προηγούμενη σελίδα εκτιμούμε ότι οι κίνδυνοι για καθοδική αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης υπερτερούν έναντι εκείνων για ανοδική αναθεώρηση.

Η θετική δυναμική που επικρατεί στην αγορά εργασίας εκτιμούμε ότι θα μετουσιωθεί σε αύξηση του ποσοστού συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό και σε επιτάχυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης των μισθών και όχι σε μείωση του ποσοστού ανεργίας.

Πραγματικό ΑΕΠ



	Q/Q-AR-%									Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία					Εκτιμήσεις						
	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2014	2015	2016	
Πραγματικό ΑΕΠ	0.6	3.9	2.0	1.4	0.5	2.0	3.0	2.0	2.4	2.4	1.8	
Κατανάλωση	1.8	3.6	3.0	2.4	1.9	2.0	2.5	2.0	2.7	3.1	2.4	
Επενδύσεις	8.6	5.0	-0.7	-1.0	-3.5	5.0	7.0	5.0	5.5	4.9	1.9	
Δημόσιες Δαπάνες	-0.1	2.6	1.8	0.1	1.2	1.0	1.0	1.0	-0.7	0.7	1.1	
Εξαγωγές	-6.0	5.1	0.7	-2.0	-2.6	3.0	3.0	3.0	3.3	1.1	1.1	
Εισαγωγές	7.1	3.0	2.3	-0.7	0.3	3.0	3.0	3.0	3.9	4.9	2.2	
Headline PCE PI	0.2	0.3	0.3	0.5	1.0	0.9	1.1	1.5	1.4	0.3	1.1	
Core PCE PI	1.3	1.3	1.3	1.4	1.6	1.6	1.7	1.7	1.5	1.3	1.7	
Ποσοστό Ανεργίας	5.6	5.4	5.2	5.0	4.9	4.9	4.8	4.8	6.1	5.3	4.9	
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο*	0.25	0.25	0.25	0.50	0.50	0.50	0.50	0.75	0.25	0.50	0.75	

*πρόκειται για το upper bound rate



FED: Μικρότερη αβεβαιότητα για τις διεθνείς εξελίξεις

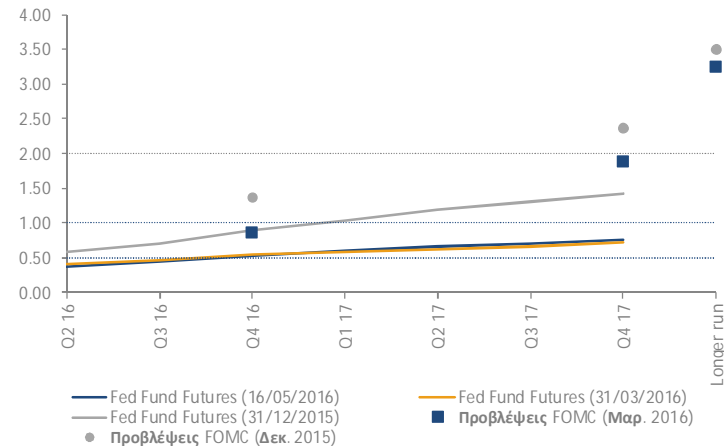
Στη συνεδρίαση του Απριλίου η αρμόδια επιτροπή για τη νομισματική πολιτική της Ομοσπονδιακής Κεντρικής Τράπεζας αποφάσισε να τη διατηρήσει ως έχει τονίζοντας την εκτίμησή της ότι η αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου θα γίνει πολύ σταδιακά. Επίσης, προσδοκά ότι η ακολουθούμενη πολιτική επανεπένδυσης του κεφαλαίου των τίτλων που κατέχει και που λήγουν σε αντίστοιχα νέα θα συνεχιστεί έως ότου η επιστροφή σε μια πιο «κανονική» νομισματική πολιτική θα έχει προχωρήσει αρκετά.

Σε κάθε περίπτωση, επαναλαμβάνεται ότι το χρονικό σημείο της επόμενης αύξησης του επιτοκίου δεν είναι προαποφασισμένο αλλά εξαρτάται από την εξέλιξη των οικονομικών δεδομένων και συνθηκών. Η ρητορική της Yellen ήταν ελαφρώς πιο αυστηρή (hawkish) σε σύγκριση με τις δύο προηγούμενες συνεδριάσεις, καθώς υποβαθμίστηκε ελαφρώς η σπουδαιότητα της επίδρασης που ασκούν οι εξελίξεις στο διεθνές οικονομικό περιβάλλον και στις διεθνείς αγορές στην αμερικανική οικονομία.

Εκτιμούμε ότι **μία πιθανή αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου (στο 0,50%-0,75%) θα μπορούσε να πραγματοποιηθεί στα τέλη του 2016**. Έως τότε ο πληθωρισμός (σύμφωνα με το δείκτη Headline PCE Price Index) εκτιμούμε ότι είναι πιθανόν να έχει επιταχυνθεί (στο 1,5%), το ποσοστό συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό να έχει αυξηθεί (στο 64,0%) και το διεθνές οικονομικό περιβάλλον και οι αγορές των εμπορευμάτων (commodities) να έχουν βελτιωθεί. Η πιθανότητα (που τεκμαίρεται από την αγορά των επιτοκίων) για αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου υπερβαίνει το 50% μόλις στην τελευταία συνεδρίαση του 2016, ενώ για τις άλλες συνεδριάσεις του 2016 διαμορφώνεται υπό του 40%.

Παράλληλα, εκτιμούμε ότι η πολιτική της FED θα επικεντρωθεί στην αποτροπή της ενίσχυσης της ισοτιμίας του USD, διότι αποδείχθηκε ότι η ενίσχυση της προκάλεσε σοβαρές αρνητικές συνέπειες τόσο στην αμερικανική οικονομία (υποχώρηση σε μεταποιητικό τομέα, εταιρική κερδοφορία και εξαγωγική δραστηριότητα) όσο και στο διεθνές περιβάλλον (υποχώρηση των διεθνών τιμών του πετρελαίου και των πρώτων υλών καθώς και υψηλότερα εταιρικά χρέη εκφρασμένα σε USD).

Προσδοκίες & Εκτιμήσεις για το Παρεμβατικό Επιτόκιο



Εμπορικά Σταθμισμένη Ισοτιμία USD

(ετήσιος ρυθμός μεταβολής)





Οικονομική Ανάλυση Ευρωζώνης



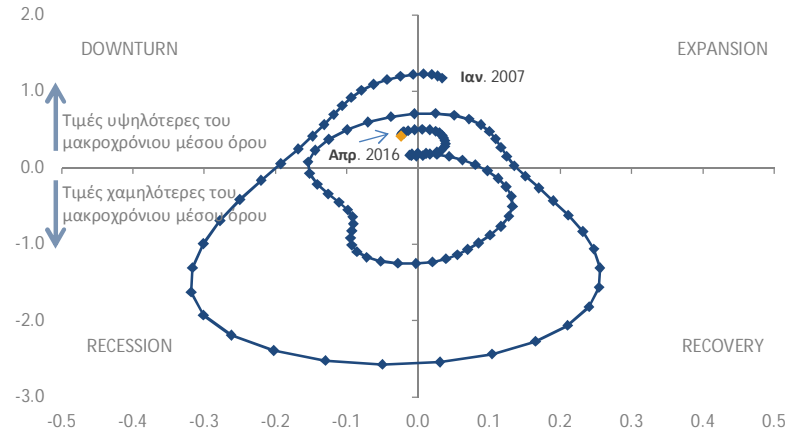
Οικονομικός Κύκλος Ευρωζώνης: Στη φάση της επιβράδυνσης οι πρόδρομοι δείκτες

Από την ποσοτική επεξεργασία των στοιχείων του γενικού πρόδρομου δείκτη οικονομικού κλίματος ESI προκύπτει ότι εισήλθε στη φάση της επιβράδυνσης τον **Ιανουάριο του 2016**. Στην ίδια φάση βρίσκεται και ο πρόδρομος γερμανικός επιχειρηματικός δείκτης IFO.

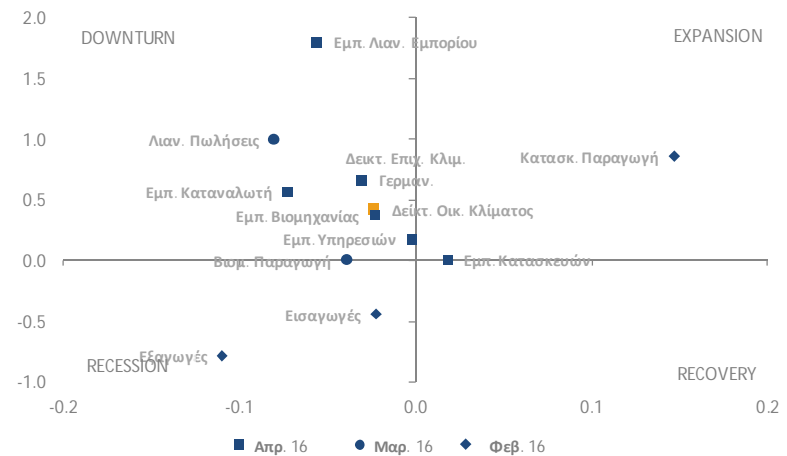
Τόσο οι εξαγωγές όσο και οι εισαγωγές βρίσκονται στη **φάση της ύφεσης**, υποδηλώνοντας ότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους διαμορφώνεται υπό του μακροχρόνιου μέσου όρου και βαίνουν επιδεινούμενοι, αντανακλώντας τη μείωση της εμπορικής δραστηριότητας των μεγάλων χωρών - μελών της Ευρωζώνης με την Κίνα.

Αντίθετα, η κατασκευαστική παραγωγή βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης, ενώ οι λιανικές πωλήσεις στη φάση της επιβράδυνσης, υποδηλώνοντας ότι ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής τους διαμορφώνεται άνω του μακροχρόνιου μέσου όρου. Όμως, η βιομηχανική παραγωγή βρίσκεται πολύ κοντά στον άξονα που διαχωρίζει τη φάση της επιβράδυνσης από εκείνη της ύφεσης αντανακλώντας τη συσχέτιση με τις εξαγωγές.

Οικονομικός κύκλος του Δείκτη Οικ. Κλίματος



Οικονομικοί κύκλοι βασικών μακρο-μεταβλητών





Ευρωζώνη - Τρέχουσα Συγκυρία: Βελτίωση της οικονομικής δραστηριότητας το α' τρίμηνο

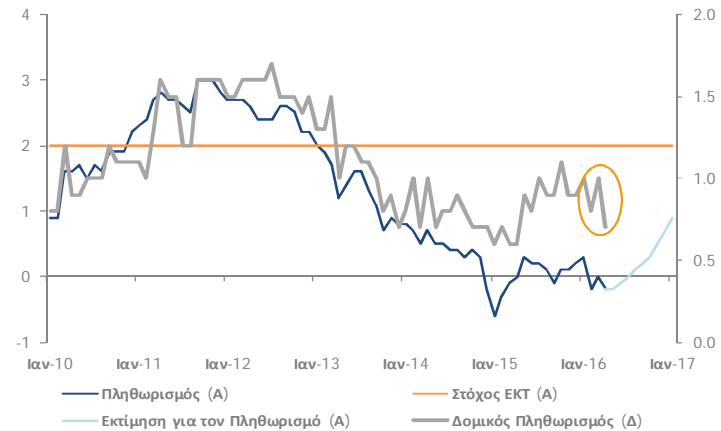


Για δεύτερη φορά φέτος βρέθηκε σε αρνητικό έδαφος τον Απρίλιο ο πληθωρισμός, ως αποτέλεσμα της σημαντικής πτώσης της τιμής της ενέργειας αλλά και της επιβράδυνσης της ανόδου των τιμών των υπηρεσιών. Συγκεκριμένα, ο εναρμονισμένος δείκτης τιμών καταναλωτή (ΕνΔΤΚ) μειώθηκε τον Απρίλιο κατά 0,2% σε σχέση με το δείκτη του αντίστοιχου μήνα του 2015, οριακά εντονότερα από ό,τι γενικά αναμενόταν (-0,1%), έναντι μηδενικής μεταβολής του το Μάρτιο. Ανάλογη εικόνα προέκυψε και στο δομικό πληθωρισμό, καθώς ο σχετικός δείκτης αυξήθηκε κατά 0,7% έναντι 1,0% το Μάρτιο. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας ο πληθωρισμός θα επιταχυνθεί κοντά στο 1,0% στις αρχές του 2017.

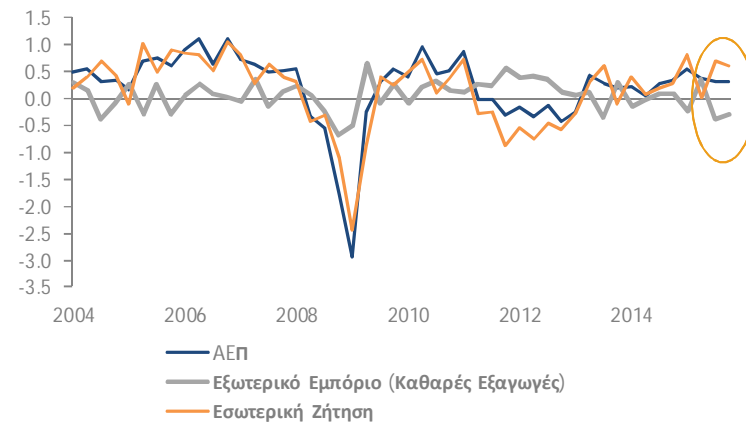
Πτωτικά, για πρώτη φορά από τον περασμένο Οκτώβριο, κινήθηκαν το Μάρτιο οι λιανικές πωλήσεις που σε συνδυασμό με τη μικρή μείωση τον Απρίλιο του πρόδρομου δείκτη εμπιστοσύνης του λιανικού εμπορίου (επιμέρους δείκτη του δείκτη οικονομικού κλίματος της ΕΕ), ενδεχομένως να αποτελεί ένδειξη επιβράδυνσης του ρυθμού αύξησης της ιδιωτικής κατανάλωσης κατά το προσεχές διάστημα. Όμως, το α' τρίμηνο του 2016 οι λιανικές πωλήσεις ήταν αυξημένες κατά 0,8% έναντι του δ' τριμήνου του 2015 (δ' τρίμ. 15/γ' τρίμ. 15: 0,2%). Πτωτικά επίσης κινήθηκε το Μάρτιο και η βιομηχανική παραγωγή κατά 0,8%. Όμως το α' τρίμηνο του 2016 η βιομηχανική παραγωγή ήταν αυξημένη κατά 0,9% σε σχέση με αυτήν του δ' τριμήνου (δ' τρίμ. 15/γ' τρίμ. 15: 0,4%).

Κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου και του β' εξαμήνου του 2015, η **συμβολή της εσωτερικής ζήτησης ήταν αρκετά θετική, ενώ αντίθετα η συμβολή του εξωτερικού εμπορίου ήταν αρκετά αρνητική**. Ανάλογη εξέλιξη εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να καταγραφεί και κατά τη διάρκεια του 2016, ιδίως στην περίπτωση κατά την οποία δεν αποδυναμωθεί η ισοτιμία του ευρώ.

Τιμές Καταναλωτή

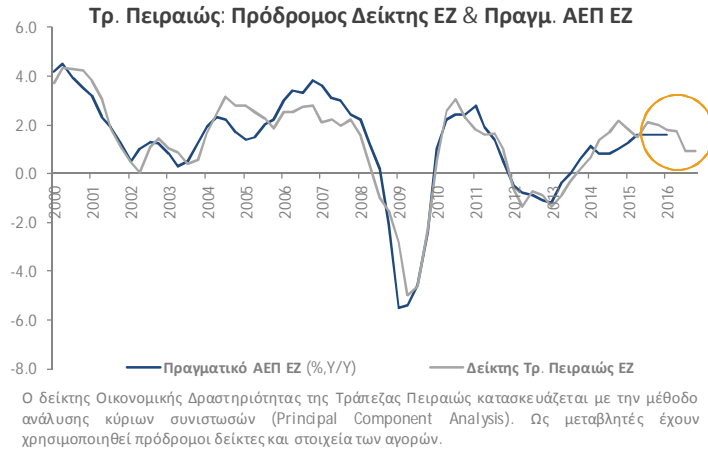


Συμβολή στο ΑΕΠ
(σε τριμηνιαία βάση)





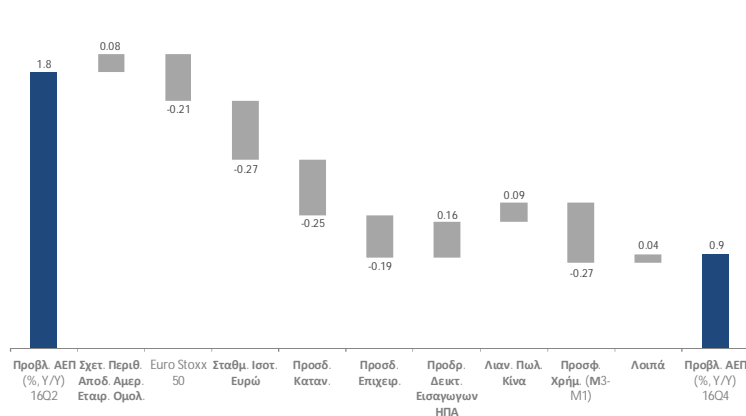
Ευρωζώνη: Πτωτική Αναθεώρηση του Μεσοπρόθεσμου Ρυθμού Σύγκλισης



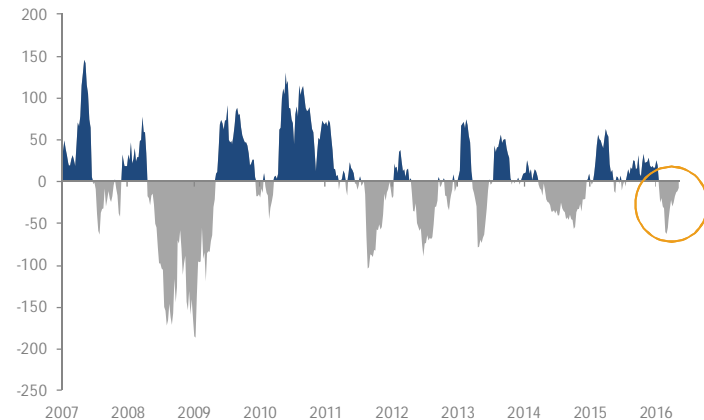
Μεσοπρόθεσμη Εκτίμηση: Χρησιμοποιούμε μεταβλητές που σχετίζονται με πρόδρομους οικονομικούς δείκτες και στοιχεία από τις αγορές (για Ευρωζώνη και ΗΠΑ), για να εκτιμήσουμε τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ σε ορίζοντα εξαμήνου. Διαπιστώνουμε ότι **σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα θα μπορεί να συγκλίνει στο 0,9%, σημειώνοντας μεγάλη καθοδική αναθεώρηση έναντι του 1,8% που ήταν πριν από τέσσερις μήνες**. Η συγκεκριμένη μείωση οφείλεται κυρίως στη μείωση των τιμών των μετοχών, στην ενίσχυση της ισοτιμίας του ευρώ και στη μείωση των προσδοκιών των καταναλωτών και των επιχειρήσεων. Επίσης, αρνητική συμβολή είχε η αξιοσημείωτη επιβράδυνση του ετήσιου ρυθμού αύξησης της προσφοράς χρήματος M1 έναντι του αντίστοιχου ρυθμού της προσφοράς χρήματος M3.

Οικονομικές Εκπλήξεις: Ο δείκτης των οικονομικών εκπλήξεων Citi εξακολουθεί να παραμένει σε αρνητικό έδαφος, καταδεικνύοντας ότι τα στοιχεία που δημοσιεύονται είναι χειρότερα έναντι των αναμενόμενων. Όμως, τις πρόσφατες εβδομάδες έχει βελτιωθεί μεταβαίνοντας σε λιγότερο αρνητικό έδαφος. Εφόσον ο **συγκεκριμένος δείκτης μεταβεί και παραμείνει σε θετικό έδαφος τότε είναι πιθανό η οικονομία να συνεχίσει να κινείται με τριμηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης παρόμοιο με το 0,5% του α' τριμήνου**.

ΕΖ: Επιμερισμός της πρόβλεψης για το ΑΕΠ στις Μεταβλητές



Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων Citi, ΕΖ





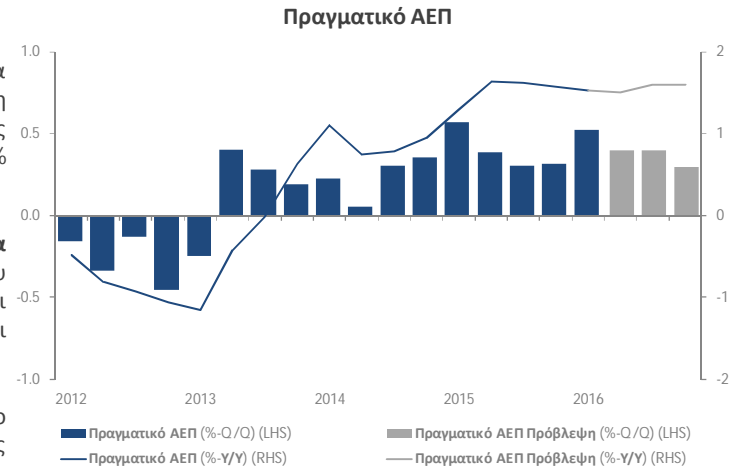
Ευρωζώνη: Στο 1,5% αναμένεται ο ρυθμός ανάπτυξης το 2016

Σημαντική επιτάχυνση σημειώθηκε κατά τη διάρκεια του α' τριμήνου του 2016 στον τριμηνιαίο ρυθμό μεγέθυνσης του πραγματικού ΑΕΠ φθάνοντας στο 0,5% (από το 0,3% του γ' και του δ' τριμήνου του 2015), αποτελώντας τον υψηλότερο ρυθμό από το α' τρίμηνο του 2015.

Τόσο η φάση της ανάπτυξης όσο και εκείνη της επιβράδυνσης στην οποία έχει μετατοπιστεί ο γενικός πρόδρομος δείκτης ESI σηματοδοτούν τη σύγκλιση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας σε ρυθμούς μεγέθυνσης υψηλότερους του μακροχρόνιου μέσου όρου (0,35% σε τριμηνιαία και 1,4% σε ετήσια βάση).

Συνεπώς, για το 2016 εκτιμούμε ότι ο μέσος ετήσιος ρυθμός θα διαμορφωθεί στο 1,5% όπως και το 2016. Όμως, σύμφωνα με αυτά που αναλύσαμε στην ακριβώς προηγούμενη σελίδα εκτιμούμε ότι οι κίνδυνοι για καθοδική αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης υπερτερούν έναντι εκείνων για ανοδική αναθεώρηση.

Ο πληθωρισμός εκτιμούμε ότι θα αρχίσει να ανακάμπτει από τον Αύγουστο και ύστερα, διότι έως τον Ιούλιο θα επιδρά ο έντονος αρνητικός ετήσιος ρυθμός μεταβολής των διεθνών τιμών του πετρελαίου και γενικά των πρώτων υλών. Όμως, εκτιμούμε ότι έως το τέλος του έτους δεν θα υπερβεί το 1,0%.



	Q/Q-%								Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία				Εκτιμήσεις				Εκτιμήσεις		
	2015 Q1	2015 Q2	2015 Q3	2015 Q4	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2014	2015	2016
Πραγματικό ΑΕΠ	0.6	0.4	0.3	0.3	0.5	0.4	0.4	0.3	0.9	1.5	1.5
Κατανάλωση	0.5	0.3	0.5	0.2	0.4	0.4	0.4	0.3	0.9	1.7	1.6
Επενδύσεις	1.4	0.1	0.4	1.3	0.5	1.0	1.0	0.5	1.5	2.5	2.9
Δημόσιες Δαπάνες	0.5	0.3	0.3	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3	0.9	1.3	1.5
Εξαγωγές	1.4	1.7	0.2	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	4.1	4.9	1.9
Εισαγωγές	2.8	1.0	1.2	0.9	0.9	0.9	0.9	0.5	4.9	6.3	3.9
Πληθωρισμός	-0.3	0.2	0.1	0.1	0.1	-0.1	0.2	0.6	0.4	0.0	0.2
Ποσοστό Ανεργίας	11.2	11.0	10.7	10.5	10.3	10.1	9.9	9.7	11.5	10.9	9.9
EKT - Παρεμβατικό Επιτόκιο *	0.05	0.05	0.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.05	0.00

*πρόκειται για το marginal refinancing rate



ΕΚΤ: Αναμένοντας τα ευεργετικά αποτελέσματα των αποφάσεων του Μαρτίου...

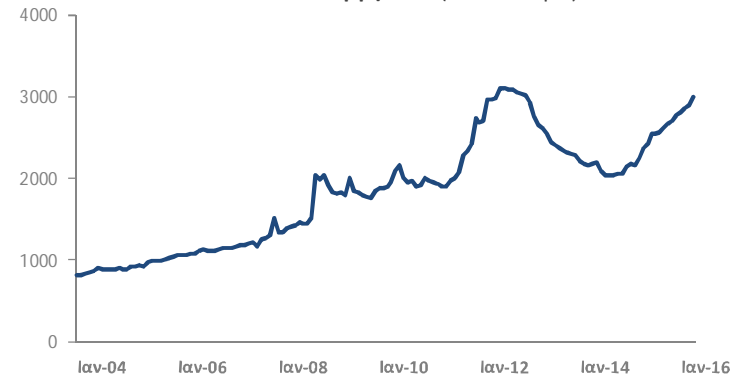
Στη συνεδρίαση της ΕΚΤ του Απριλίου δεν υπήρξε κάποια νέα απόφαση, αλλά παράθεση των λεπτομερειών της ένταξης των εταιρικών ομολόγων στο ακολουθούμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης. Η ΕΚΤ υπεραμύνθηκε των θετικών αποτελεσμάτων της υιοθέτησης της πολιτικής των αρνητικών παρεμβατικών επιτοκίων καθώς και της ανεξαρτησίας της πολιτικής της.

Η ένταξη των εταιρικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης και η πρόθεση να αγοράσει έως και το 70% του ποσού της έκδοσης (όταν για τα κρατικά ομόλογα το όριο διαμορφώνεται στο 33%) σε συνδυασμό με το ότι η ρευστότητα που θα δοθεί μέσω των νέων TLTROs στα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα θα εξαρτάται από το μέγεθος της δανειοδότησης των επιχειρήσεων εκτιμούμε ότι καταδεικνύει εμφανώς ότι βασική προτεραιότητα της ΕΚΤ αποτελεί η ενίσχυση των επιχειρηματικών επενδύσεων μέσω της χρηματοδότησής τους με πολύ χαμηλό κόστος.

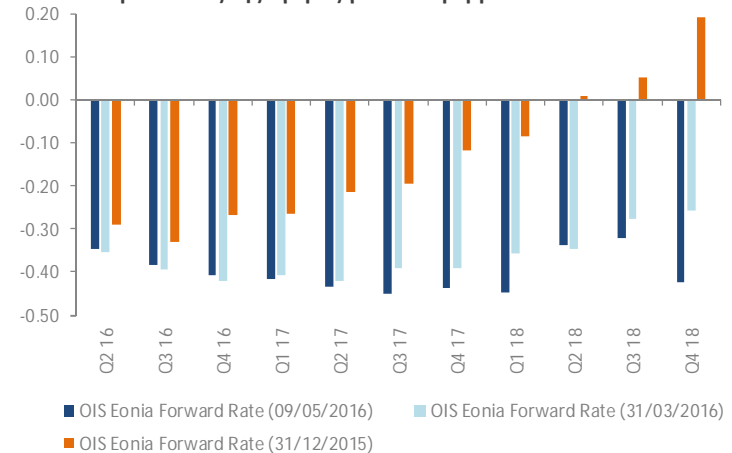
Ο πρόεδρος της ΕΚΤ Draghi τόνισε ότι ο ένας από τους βασικούς λόγους της λήψης των μέτρων στη συνεδρίαση του Μαρτίου ήταν η αποτροπή των δευτερογενών αποπληθωριστικών επιδράσεων από τις πολύ χαμηλές τιμές των διεθνών τιμών ενέργειας και πρώτων υλών και στη συνέχεια από την ενίσχυση της ισοτιμίας του ευρώ. Εκτιμούμε ότι για να επιτευχθεί αυτό θα πρέπει ο δομικός πληθωρισμός να υποστηριχτεί και από την πλευρά της ζήτησης που συνάδει με την ταχύτερη μείωση του ποσοστού ανεργίας και την υψηλότερη αύξηση των μισθών. Προς την κατεύθυνση αυτή θεωρούμε ότι θα συμβάλει η ευκολότερη και με χαμηλότερο κόστος χρηματοδότηση των επιχειρήσεων που στοχεύουν οι ενέργειες της ΕΚΤ.

Η ΕΚΤ εκτιμούμε ότι δεν επιδεικνύει τάση ανταπόδοσης στις ενέργειες της FED. Δηλαδή, δεν έχει την πρόθεση να προχωρήσει σε σύντομο χρονικό διάστημα σε εντονότερη ποσοτική χαλάρωση, λόγω της διστακτικότητας που επιδεικνύει η FED και της συνακόλουθης ενίσχυσης της ισοτιμίας EURUSD. Θεωρεί ότι η **διολίσθηση του USD θα ενισχύσει τη διεθνή ζήτηση για πετρέλαιο και κατ' επέκταση τη διεθνή τιμή του οδηγώντας σε σταδιακή ανάκαμψη του πληθωρισμού.**

ΕΚΤ: Σύνολο Ευεργετικού (σε δισ. ευρώ)



Προσδοκίες της Αγοράς για το Παρεμβατικό Επιτόκιο





Οικονομική Ανάλυση Κίνας & Ιαπωνίας



Κίνα: Επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας τον Απρίλιο

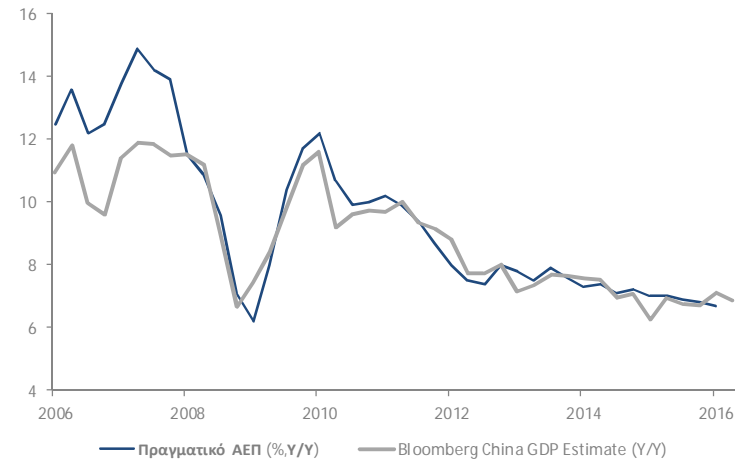
Άνοδο κατά 6,7% σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2015 κατέγραψε το πραγματικό ΑΕΠ της Κίνας το α' τρίμηνο του 2016 (δ' τρίμ. 15: 6,8%), επιβεβαιώνοντας τη μέση εκτίμηση της αγοράς. Αν και ο ρυθμός αυτός αποτελεί τον χαμηλότερο από το α' τρίμηνο του 2009, ωστόσο καθιστά εφικτή την επίτευξη του στόχου συνολικά για το 2016 «μεταξύ του 6,5%-7,0%».

Επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου τους εμφάνισαν τον Απρίλιο τα στοιχεία της οικονομικής δραστηριότητας. Αναλυτικότερα, η βιομηχανική παραγωγή αυξήθηκε κατά 6,0% σε ετήσια βάση έναντι 6,5% της μέσης εκτίμησης της αγοράς και 6,8% το Μάρτιο. Ταυτόχρονα, οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 10,1% σε ετήσια βάση έναντι 10,5% που γενικά αναμενόταν και ήταν το Μάρτιο. Σύμφωνα με τη μηνιαία εκτίμηση του Bloomberg για το ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ σημειώθηκε επιβράδυνση κατά τη διάρκεια του Απριλίου στο 6,9% από 7,1% το Μάρτιο.

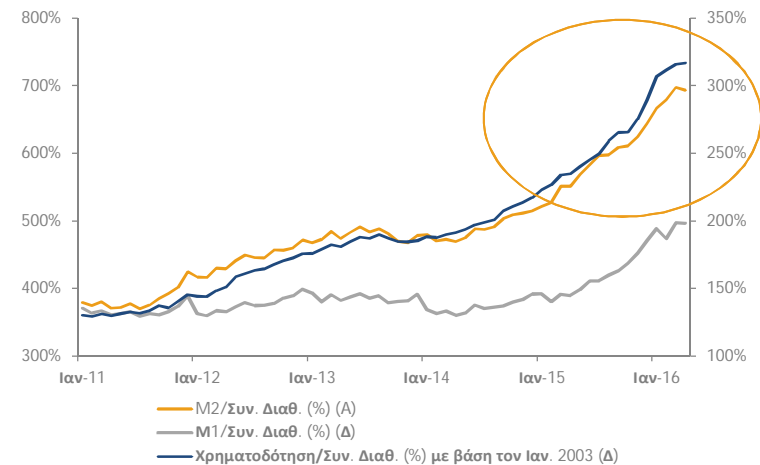
Μικρή άνοδο για δεύτερο διαδοχικό μήνα κατέγραψαν τον Απρίλιο τα συναλλαγματικά διαθέσιμα της Κίνας φθάνοντας τα \$3.219,7 δισ. (+\$7,1 δισ. συγκριτικά με το Μάρτιο). Ωστόσο, το ύψος αυτό παραμένει από τα χαμηλότερα των τελευταίων τεσσάρων ετών. Σημαντικά μειωμένη ήταν τον Απρίλιο η χορήγηση νέων δανείων σε γουάν και διαμορφώθηκε στα 555,6 δισ. γουάν (Μάρ. 16: 1.370,0 δισ.). Ανάλογη ήταν και η εξέλιξη της συνολικής χρηματοδότησης (που περιλαμβάνει π.χ. και τα δάνεια σε ξένο νόμισμα) που αυξήθηκε κατά 751 δισ. γουάν έναντι 2.340 δισ. το Μάρτιο.

Ενδιαφέρουσα, όμως, είναι και η εξέλιξη τον Απρίλιο του λόγου της προσφοράς χρήματος, βάσει του ορισμών M1 και M2, ως προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα που διαμορφώθηκε στις 6,93 φορές και 1,98 φορές αντίστοιχα, έχοντας στην περίπτωση του M2 ενισχυθεί κατά 49 ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2015. Παράλληλα, ο λόγος της συνολικής χρηματοδότησης της κινεζικής οικονομίας ως προς τα συναλλαγματικά διαθέσιμα (χρησιμοποιώντας ως βάση τα στοιχεία του Ιανουαρίου του 2003) διαμορφώθηκε τον Απρίλιο στις 3,17 φορές, έχοντας ενισχυθεί κατά 28 ποσοστιαίες μονάδες σε σύγκριση με το Δεκέμβριο του 2015.

Ρυθμός Ανάπτυξης



Εξέλιξη Νομισματικών Μεγεθών





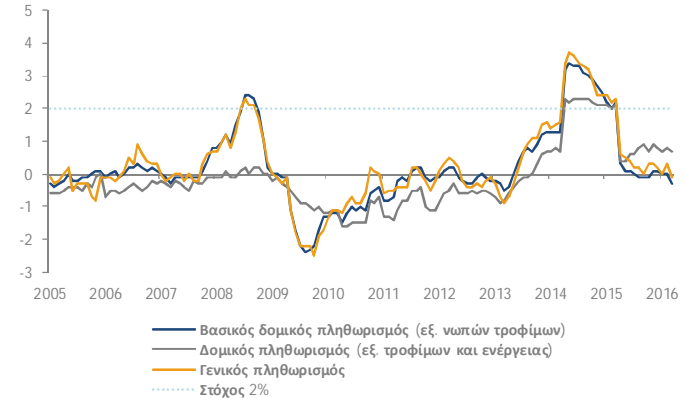
Ιαπωνία: Αμετάβλητη κράτηση η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας την πολιτική της

Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας (Ττι), στη συνεδρίαση του Απριλίου, διατήρησε αμετάβλητα στο -0,1% τα αρνητικά επιτόκια για επιλεγμένους τρεχούμενους λογαριασμούς που διατηρούν σε αυτήν τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα και επέμεινε στη δέσμευσή της για αγορά 80 τρισ. γιεν το χρόνο, κρατικών ομολόγων και άλλων τίτλων υψηλότερου κινδύνου. Παρόλο που οι αναλυτές περίμεναν κάποια περαιτέρω χαλάρωση στην νομισματική πολιτική προκειμένου να αντιμετωπιστεί ο πολύ χαμηλός πληθωρισμός και η ενδυνάμωση του γιεν ο διοικητής της Κεντρικής Τράπεζας δήλωσε πως σε αυτή τη φάση περιμένουν να εξετάσουν την επίδραση που θα έχουν τα αρνητικά επιτόκια που εισήγαγαν στην πρώτη συνεδρίαση του έτους.

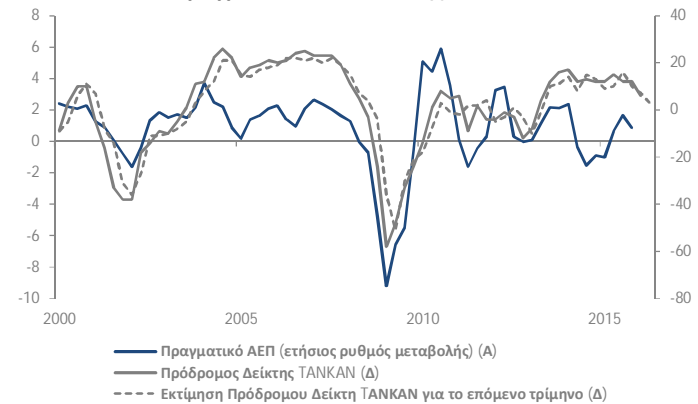
Η Ττι αναθεώρησε πτωτικά τις προβλέψεις της για το ΑΕΠ και το βασικό δομικό πληθωρισμό για το 2016 σε 1,2% και 0,5% αντίστοιχα (από 1,5% και 0,8% αντίστοιχα), ενώ ο στόχος του 2% για τον πληθωρισμό μεταφέρθηκε ένα εξάμηνο αργότερα, στον Μάρτιο του 2018. Σημειώνεται πως ο γενικός πληθωρισμός είχε μειωθεί τον Μάρτιο στο -0,1% (Φεβ. 16: 0,3%), ο βασικός δομικός πληθωρισμός (εξ. νωπών τροφίμων) είχε υποχωρήσει στο -0,3% (Φεβ. 16: 0,0%) και ο δομικός πληθωρισμός (εξ. τροφίμων και ενέργειας) είχε μειωθεί στο 0,7% (Φεβ. 16: 0,8%).

Ο πρόδρομος δείκτης Tankan για τις μεγάλες επιχειρήσεις της μεταποίησης, στο πρώτο τρίμηνο του έτους, έπεσε απροσδόκητα στις 6 μονάδες (ενώ αναμενόταν πτώση στις 9 μονάδες) από τις 12 μονάδες του δ' τριμήνου του 2015. Πρόκειται για τη μεγαλύτερη πτώση από το β' τρίμηνο του 2013. Για το β' τρίμηνο του 2016 εκτιμάται περαιτέρω υποχώρησή του στις 3 μον. σύμφωνα με τα αποτελέσματα της έρευνας. Αρνητική εικόνα εμφάνισε και ο δείκτης Tankan για τις μεγάλες επιχειρήσεις εκτός της μεταποίησης αφού υποχώρησε στις 22 μονάδες (δ' τριμ. 15: 25 μον.) ενώ για το β' τρίμηνο του 2016 εκτιμάται από την έρευνα νέα υποχώρησή του στις 17 μον. Ο κύριος λόγος ήταν η επιβράδυνση στις αναπτυσσόμενες οικονομίες που έπληξε τις εξαγωγές.

Πληθωρισμός



Πραγματικό ΑΕΠ & Δείκτης TANKAN

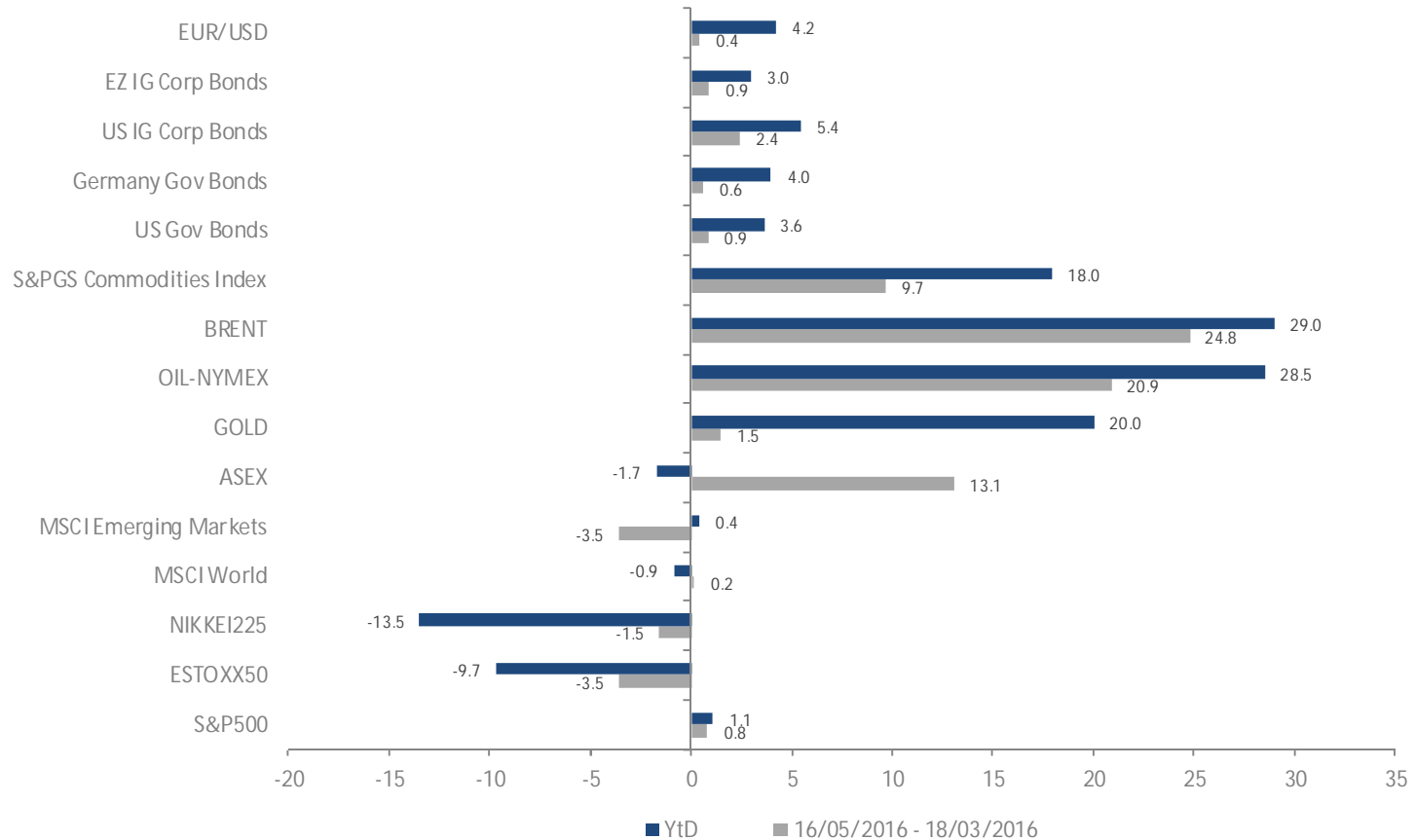




Αγορές



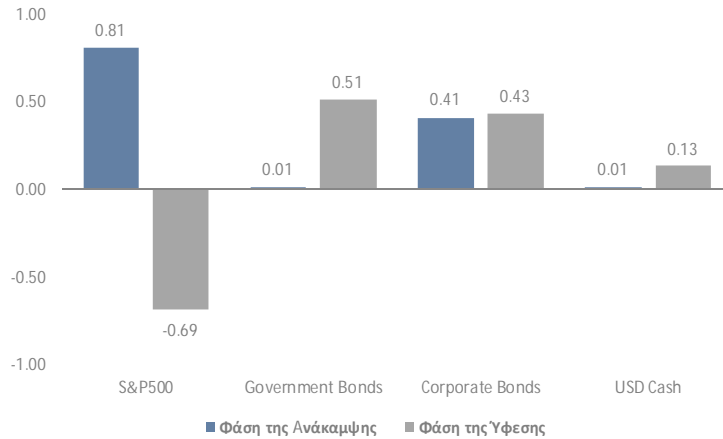
Ονομαστικές Αποδόσεις (%)





ΗΠΑ: Οικονομικός Κύκλος & Αποδόσεις Επενδύσεων

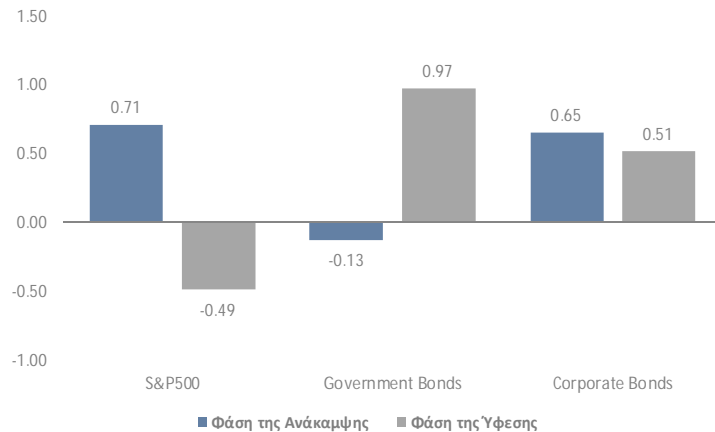
Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση



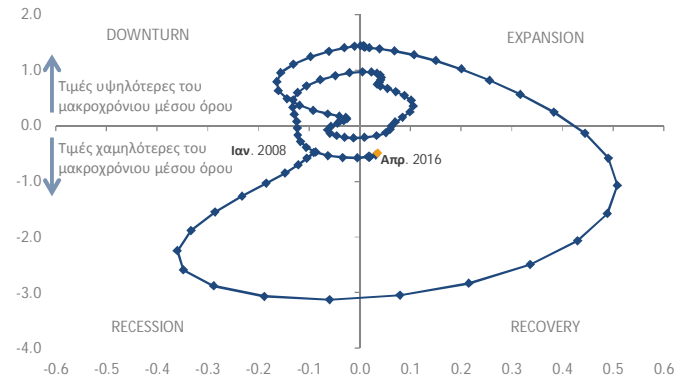
Όπως αναφέραμε, με βάση τον πρόδρομο επιχειρηματικό δείκτη ISM, ο τομέας της μεταποίησης έχει εισέλθει από τον Ιανουάριο στη φάση της ανάκαμψης. Όμως, **δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο επιστροφής του στη φάση της ύφεσης, ιδίως κατά την περίπτωση που ο τομέας των υπηρεσιών εισέλθει στη συγκεκριμένη φάση.** Η έως τώρα σωρευτική πραγματική απόδοση του δείκτη S&P 500 εκτιμούμε ότι προεξοφλεί την περαιτέρω παραμονή στη φάση της ανάκαμψης.

Για τις μετοχές, η μετάβαση από τη φάση της ύφεσης στη φάση της ανάκαμψης είναι ιστορικά (από το 1994 και ύστερα) πολύ θετική. Αντίθετα, για τα κρατικά ομόλογα είναι πολύ αρνητική, ενώ για τα εταιρικά ομόλογα είναι προτιμητέα σχεδόν στον ίδιο βαθμό.

Sharpe Ratio (annualized) *



Οικονομικός κύκλος ISM-Μεταποίησης

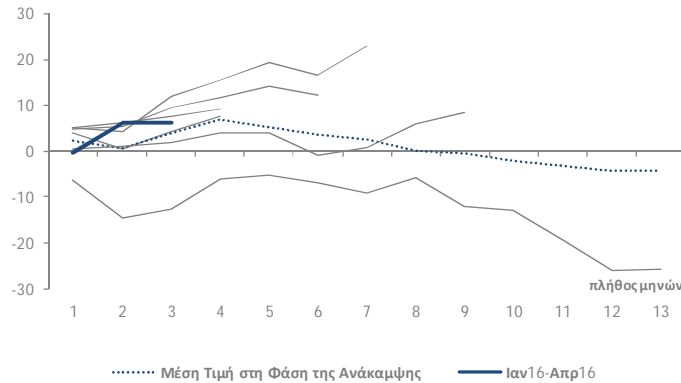




ΗΠΑ: Μετοχές



S&P500: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάκαμψης *



*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%.

S&P500: P/E Ratio

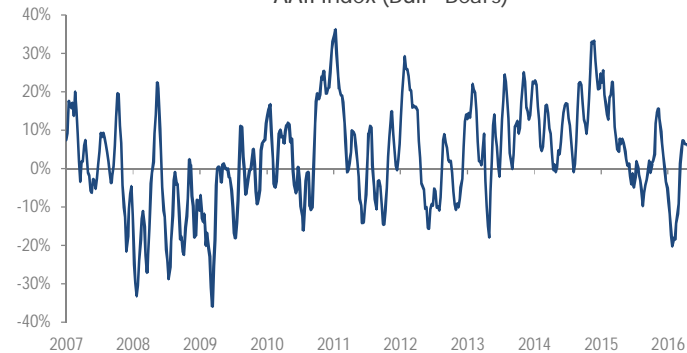


Σωρευτική πραγματική απόδοση 6.3% σημειώθηκε στις αμερικανικές μετοχές, κατά τη διάρκεια που η μεταποίηση βρίσκεται στη φάση της ανάκαμψης υψηλότερα σε σύγκριση με την αντίστοιχη μέση τιμή (3,9%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. **Ο δείκτης P/E διαμορφώθηκε χαμηλότερα κατά περίπου δύο μονάδες από τη μέση τιμή του για τη φάση της ανάκαμψης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα, αλλά πολύ κοντά στη μέση τιμή για τη φάση της ύφεσης.**

Αξίζει να σημειωθεί ότι κατά την περίπτωση που ο πρόδρομος δείκτης ISM του τομέα των υπηρεσιών εισέλθει και παραμείνει στη φάση της ύφεσης τότε αυτό ιστορικά (από το 1998 και ύστερα) συνδέεται με μέση μηνιαία πραγματική απόδοση της τάξης του -2% για το δείκτη S&P500.

Το επενδυτικό κλίμα (σύμφωνα με το δείκτη AAI Index) έχει βελτιωθεί και βρίσκεται πλέον σε ελαφρώς θετικό έδαφος, όπως και ο μεταποιοτικός τομέας.

AAI 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 τεσσάρων εβδομαδάων.

Πηγή: AAI, Sentiment Survey



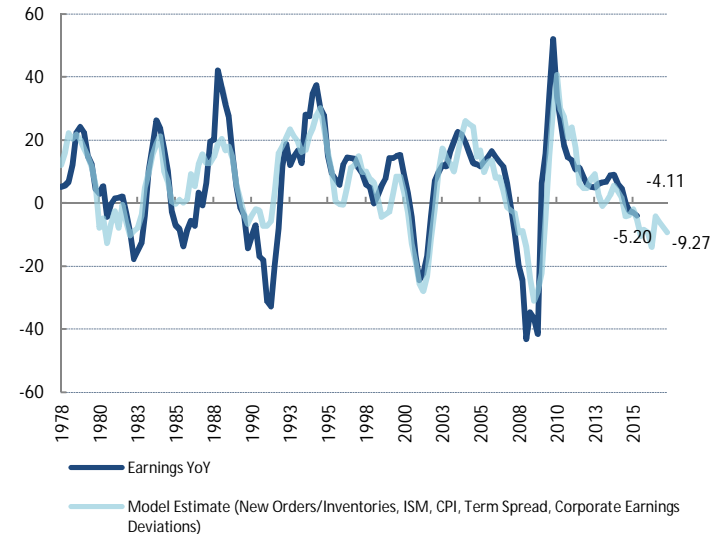
S&P500: Εκτίμηση Κερδών

Συνεχίστηκε η επιδείνωση των εταιρικών κερδών του S&P500 για τέταρτο διαδοχικό τρίμηνο. Συγκεκριμένα, **η μεταβολή των κερδών του S&P500 για τον Μάρτιο του 2016 κατέγραψε πτώση της τάξης του 4,11% σε ετήσια βάση**. Είναι χαρακτηριστικό ότι μόλις 4 στους 10 κλάδους του δείκτη κατέγραψαν αύξηση κερδών, ενώ οι μεγαλύτερες απώλειες σημειώθηκαν στον κλάδο της ενέργειας. Η επιδείνωση των εταιρικών κερδών του δείκτη συμπίπτει χρονικά με την αύξηση της αβεβαιότητας στα μακροοικονομικά μεγέθη της αμερικανικής οικονομίας καθώς και με τις επιπτώσεις σε αυτά από τις παγκόσμιες οικονομικές εξελίξεις.

Σύμφωνα με το μοντέλο αποτίμησης του ρυθμού μεταβολής των κερδών του S&P500 και λαμβάνοντας υπόψη την εξέλιξη των θεμελιωδών παραγόντων των εταιρικών κερδών για το 1ο τρίμηνο του 2016, καταλήγουμε σε εκτίμηση -5,2% ενώ οι μελλοντικές προβολές του μοντέλου δείχνουν πως **τα εταιρικά κέρδη αναμένεται να καταγράψουν μεγαλύτερες απώλειες για τα επόμενα τρίμηνα, της τάξης του 9,3%**. Η ένδειξη ότι η τρέχουσα μεταβολή των κερδών είναι υπερτιμημένη οφείλεται κυρίως στη μείωση της κλίσης της καμπύλης των αποδόσεων (10Y-2Y), όσο και στην διεύρυνση της μεσοπρόθεσμης απόκλισης των κερδών του S&P500 με αυτά της συνολικής αμερικανικής οικονομίας.

Αντίθετα, η εξέλιξη τόσο των πρόδρομων δεικτών μεταποίησης όσο και του πληθωρισμού μπορεί να χαρακτηριστεί θετική. Συγκεκριμένα, βελτίωση παρατηρήθηκε στους πρόδρομους δείκτες στον τομέα της μεταποίησης, με την πτώση του ISM Manufacturing το 4^ο τρίμηνο του 2015 να αντισταθμίζεται από την βελτίωση του δείκτη το επόμενο τρίμηνο φτάνοντας 1.8 μονάδες υψηλότερα του επιπέδου αναφοράς των 50 μονάδων. Παρομοίως, ο δείκτης νέων παραγγελιών κατέγραψε αύξηση στις 58,3 μονάδες, σημαντικά υψηλότερος σε σχέση με το επίπεδο του το προηγούμενο τρίμηνο στις 48,8 μονάδες. Αναλόγως, στα τέλη Μαρτίου σημειώθηκε αύξηση για τον δείκτη αποθεμάτων, από τις 43,5 στις 47 μονάδες. Ώς αποτέλεσμα της σημαντικής αύξησης των παραγγελιών και παρά την αύξηση των αποθεμάτων, ο δείκτης νέες παραγγελίες προς αποθέματα αυξήθηκε το 1ο τρίμηνο του 2016 κατά 10,5% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο.

Εκτίμηση Ρυθμού Εταιρικών Κερδών του S&P500



Σε μια περίοδο κατά την οποία οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής χαρακτηρίζονται από σημαντική αβεβαιότητα, η κλίση της καμπύλης αποδόσεων συνεχίζει την καθοδική της τάση. Συγκεκριμένα, το εύρος επιτοκίων 10Y-2Y μειώθηκε από τις 122 μ.β. τον Δεκέμβριο του 2015 στις 105 μ.β. τον Μάρτιο του 2016. Ενδεικτικό της επιδείνωσης των αποτιμήσεων του μοντέλου είναι και η σημαντική απόκλιση που παρατηρείται μεταξύ των κερδών του S&P500 και των κερδών του συνολικού ιδιωτικού τομέα. Συγκεκριμένα, **τα κέρδη του S&P500 το 4^ο τρίμηνο του 2015 ήταν 21,2% υψηλότερα σε σχέση με τα συνολικά κέρδη**. Αποκλίσεις παρόμοιου μεγέθους είχαν παρατηρηθεί τον Σεπτέμβριο του 2007, περίοδος κατά την οποία τα εταιρικά κέρδη του S&P500 βρέθηκαν να είναι κατά 21,7% υψηλότερα πριν επιστρέψουν - ένα χρόνο αργότερα - στα επίπεδα που δικαιολογούνταν με βάση τα θεμελιώδη στοιχεία.



S&P500: Εκτίμηση «Δίκαιης» Αποτίμησης

Παρά την πτώση των εταιρικών κερδών, οι αποτιμήσεις της αγοράς παρέμειναν σε υψηλά επίπεδα και το 1^ο τρίμηνο του 2016. **Ο δείκτης P/E για τον S&P500 ξεπέρασε το επίπεδο του 19 σε ένα περιβάλλον χαμηλών ομολογιακών αποδόσεων σε όλο το μήκος της καμπύλης επιτοκίων, χαμηλότερων αποδόσεων στα εταιρικά ομόλογα, αποδυνάμωσης του δολαρίου και χαμηλότερης κυκλοφορίας χρήματος.**

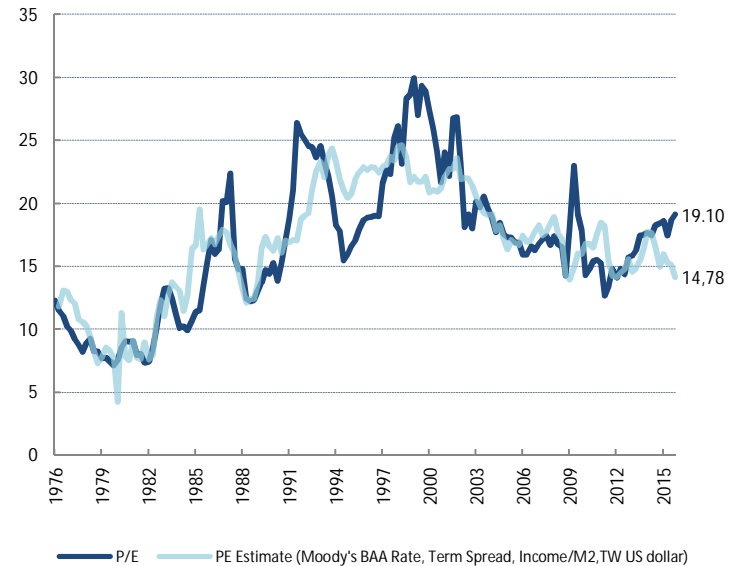
Στην αγορά ομολόγων, η αβεβαιότητα στις προσδοκίες για μια επικείμενη αλλαγή στην νομισματική πολιτική της Fed έχει συγκρατήσει τα επιτόκια των κυβερνητικών εκδόσεων σε αρκετά χαμηλά επίπεδα με τα επιτόκια της 2ετίας και 10ετίας να καταγράφουν πτώση 33 και 50 μ.β. σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο φτάνοντας στο επίπεδο 0,72% και 1,77% αντίστοιχα.

Αντίστοιχη πτώση σημειώθηκε και στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων διαβάθμισης BAA με τον δείκτη της Moody's να καταγράφει πτώση 33 μ.β. Το ασφάλιστρο πιστωτικού κινδύνου ομολόγων πιστοληπτικής διαβάθμισης AAA-BAA μειώθηκε τον Μάρτιο του 2016 κατά 18 μ.β. στο 1,31%. Αν και η πτώση του εύρους πιστωτικού κινδύνου είναι ευνοϊκή των αποτιμήσεων της αγοράς, είναι πιθανό να προέρχεται περισσότερο από την αναζήτηση για υψηλότερες αποδόσεις, λόγω των ανησυχιών για την οικονομία της Κίνας και των αναδυόμενων αγορών, καθώς και την περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής σε Ευρωζώνη και Ιαπωνία.

Η ταχύτητα κυκλοφορίας χρήματος, κατέγραψε πτώση της τάξης του 2% σε ετήσια βάση φτάνοντας το επίπεδο του 1,25 το 1^ο τρίμηνο του 2016, συνεχίζοντας την πτωτική πορεία των προηγούμενων τριμήνων. Ο ρυθμός μεταβολής του M2 στα τέλη Μαρτίου αυξήθηκε κατά 2% σε σχέση με το επίπεδο του τον Δεκέμβριο του 2015. Η αύξηση του διαθέσιμου εισοδήματος την ίδια χρονική περίοδο ήταν μόλις 0,8%.

Η σταθμισμένη ως προς τις εμπορικές ροές συναλλαγματική ισοτιμία αποτελεί έναν σημαντικό θεμελιώδη παράγοντα των αποτιμήσεων στην μετοχική αγορά καθώς η ενίσχυση του δολαρίου αυξάνει τις προσδοκίες για αύξηση των ροών κεφαλαίου στις μετοχές. Σε ετήσια βάση, η μεταβολή της αξίας του δολαρίου ήταν οριακά αρνητική, ενώ το 1^ο τρίμηνο του 2016 το δολάριο διολιθθησε κατά 2,8% σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο.

Εκτίμηση Αποτιμήσεων του S&P500



Λαμβάνοντας υπόψη την πορεία των θεμελιωδών παραγόντων των αποτιμήσεων του S&P500 και σύμφωνα με το μοντέλο εκτίμησης των αποτιμήσεων, η διολιθσηση του δολαρίου, η χαμηλότερη κλίση της καμπύλης επιτοκίων και η επιβράδυνση της κυκλοφορίας χρήματος συνεχίζουν να καθιστούν τον δείκτη P/E υπερτιμημένο κατά περίπου 29,2%.



S&P500: Μεταβολές στα Υποδείγματα Εκτίμησης

Υπό το πρίσμα της συνεχούς βελτίωσης και απλοποίησης του μοντέλου αποδόμησης των αποδόσεων του δείκτη S&P500, προχωρήσαμε σε μερικές σημαντικές αλλαγές στην κατασκευή και τον υπολογισμό των εκτιμήσεών μας. Οι μεταβολές αυτές αφορούν τόσο στην χρήση στοιχείων διαφορετικής συχνότητας όσο και στην εισαγωγή νέων μεταβλητών στις παλινδρομήσεις.

Όσον αφορά τα δύο μοντέλα εκτίμησης του ετήσιου ρυθμού μεταβολής των κερδών ανά μετοχή του δείκτη S&P500, προχωρήσαμε σε ενοποίηση τους σε ένα ενιαίο μοντέλο. Συγκεκριμένα, κάνοντας χρήση μόνο τριμηνιαίων παρατηρήσεων εισαγάγαμε την μεταβλητή των μεσοπρόθεσμων αποκλίσεων των εταιρικών κερδών του S&P500 σε σχέση με τον δείκτη των κερδών της αμερικανικής οικονομίας (Bloomberg ticker: CPFTTOT Index) στο μοντέλο που κάνει χρήση των πρόδρομων δεικτών μεταποίησης, των νέων παραγγελιών προς αποθέματα, της κλίση της καμπύλης 10-2 ετών και του πληθωρισμού. Με αυτόν τον τρόπο καταλήγουμε σε ένα νέο μοντέλο 5 θεμελιωδών παραγόντων, το οποίο απλοποιεί σε σημαντικό βαθμό την ανάλυση των εταιρικών κερδών του S&P500.

Για το μοντέλο εκτίμησης των αποτιμήσεων του δείκτη P/E προχωρήσαμε στην εισαγωγή μιας επιπρόσθετης μεταβλητής αυξάνοντας κατά έναν τους ερμηνευτικούς παράγοντες. Επομένως, επιπλέον της κλίσης της καμπύλης επιτοκίων (10Y-2Y), των αποδόσεων εταιρικών ομολόγων υψηλής απόδοσης του οίκου Moody's (Moody's BAA rate) και της ταχύτητας κυκλοφορίας χρήματος (Personal Income/M2) **χρησιμοποιούμε και την σταθμισμένη ως προς το εμπόριο συναλλαγματική ισοτιμία του δολαρίου με ένα ευρύ φάσμα ξένων νομισμάτων.**

Η συγκεκριμένη μεταβλητή, κατάλληλα τροποποιημένη συνδέεται σημαντικά με το επίπεδο των αποτιμήσεων του S&P500 καθώς σχετίζεται με το επίπεδο ρευστότητας της αμερικανικής αγοράς μετοχών. Συγκεκριμένα, από το νέο μοντέλο εκτίμησης προκύπτει ότι μια ανατίμηση του δολαρίου μπορεί να οδηγήσει σε αύξηση των αποτιμήσεων στην μετοχική αγορά μέσα στο επόμενο τρίμηνο. Διαισθητικά, η σταθερή ενδυνάμωση του αμερικανικού δολαρίου σε σχέση με τα υπόλοιπα ξένα νομίσματα λειτουργεί ως θετικό σήμα για τις αγορές βελτιώνοντας τις προσδοκίες τους για ενίσχυση των κεφαλαικών ροών στους μετοχικούς τίτλους.

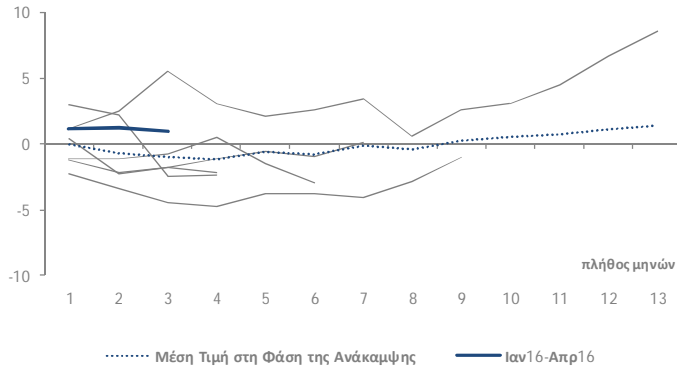
Οι μεταβολές που πραγματοποιήθηκαν στα υποδείγματά μας οδήγησαν στην αύξηση της εκτίμησης της «δίκαιης» αποτίμησης του λόγου P/E κοντά στο 15 από 12 που ήταν προηγουμένως.



ΗΠΑ: Κρατικά Ομόλογα



US Treasuries: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάκαμψης *



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

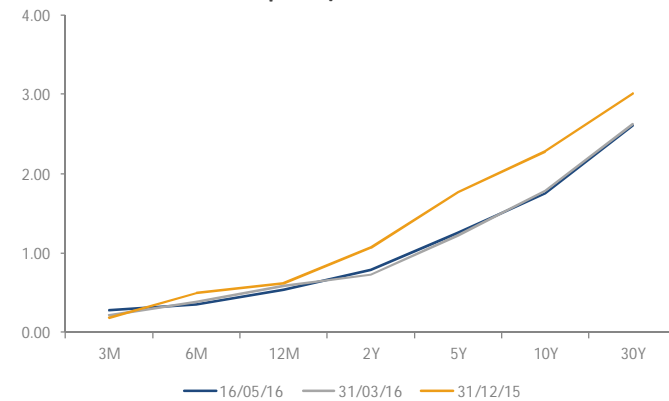
Σωρευτική πραγματική απόδοση 0,9% σημειώθηκε στα αμερικανικά κρατικά ομόλογα κατά τη διάρκεια που η μεταποίηση βρίσκεται στη φάση της ανάκαμψης υψηλότερα από την αντίστοιχη μέση τιμή (-0,9%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων (10Y-2Y) διαμορφώθηκε ελαφρώς χαμηλότερα από την αντίστοιχη μέση τιμή για τη φάση της ύφεσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα, αλλά πολύ χαμηλότερα από τη μέση τιμή για τη φάση της ανάκαμψης.

Στην περίπτωση κατά την οποία φανεί ότι η μετάβαση στη φάση της ανάκαμψης δεν είναι παροδική – βραχύβια, οι αποδόσεις (yields) θα αυξηθούν, οδηγώντας σε αύξηση της κλίσης της καμπύλης των αποδόσεων, λόγω κυρίως της αύξησης στο μακροπρόθεσμο τμήμα της καμπύλης. Όμως, εάν υπάρξει επιστροφή στη φάση της ύφεσης και ιδίως εάν μετατοπιστεί στη συγκεκριμένη φάση και ο τομέας των υπηρεσιών τότε είναι πιθανό να συνεχιστεί η διστακτικότητα της FED και κατά συνέπεια οι αποδόσεις (yields) θα μείνουν κοντά στα τρέχοντα επίπεδα.

Κλίση της Καμπύλης των Αποδόσεων



Καμπύλη Αποδόσεων





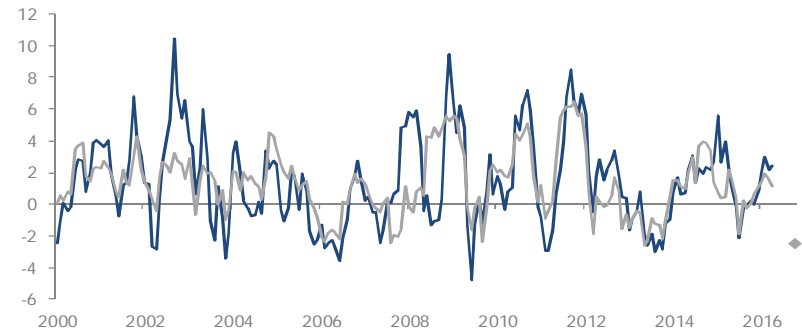
ΗΠΑ: Πρόβλεψη σε ορίζοντα εξαμήνου για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα

Χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα στοιχεία στις αρχές του Μαΐου για την κλίση και την καμπυλότητα 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 -2,5% (έναντι του 2,5% που καταγράφηκε τον Απρίλιο).

Η υπερβάλλουσα απόδοση που εκτιμήσαμε σε ορίζοντα 6 μηνών αντιστοιχεί σε απόδοση (yield) για το δεκαετές κρατικό ομόλογο στο 2,40%, σε σύγκριση με το 1.83% που ήταν στο τέλος του Απριλίου.

Οι βασικοί παράγοντες, οι οποίοι σύμφωνα με τα υποδείγματά μας οδηγούν σε αρνητική υπερβάλλουσα απόδοση και κατ' επέκταση σε αύξηση της απόδοσης (yield) είναι κυρίως η μετάβαση του βασικού πρόδρομου μεταποιητικού δείκτη ISM στη φάση της ανάκαμψης και η μείωση του δείκτη της τεκμαρτής μεταβλητότητας VIX του αμερικανικού χρηματιστηρίου (που συνοδεύτηκε με αύξηση των τιμών των αμερικανικών μετοχών).

Υπερβάλλουσα Απόδοση Χαρτοφυλακίου Ομολόγων σε ορίζοντα εξαμήνου



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

Πρόβλεψη για την Απόδοση 10-ετούς Ομολόγου σε ορίζοντα εξαμήνου



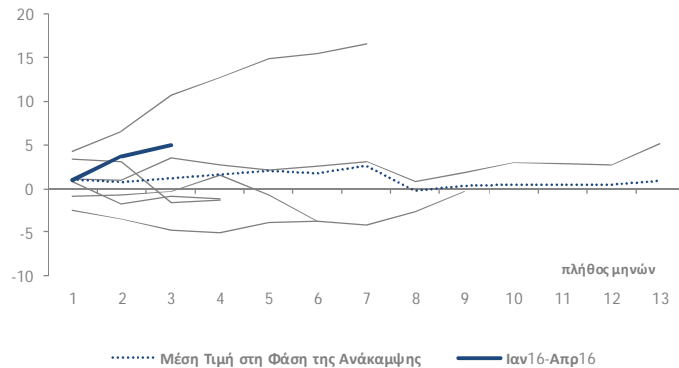
- Απόδοση Δεκαετούς Ομολόγου
- Εκτίμηση με βάση την προβλεπόμενη υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα εξαμήνου
- ◆ Πρόβλεψη για τον Οκτώβριο του 2016 με βάση τα στοιχεία του Απριλίου του 2016

*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 Ανάκαμψης *



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

Σωρευτική πραγματική απόδοση 4,9% σημειώθηκε στα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα κατά τη διάρκεια που η μεταποίηση βρίσκεται στη φάση της ανάκαμψης, πολύ υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (1,1%) 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 μακροχρόνιου κρατικού ομολόγου (διάρκειας 30 ετών) διαμορφώθηκε πολύ κοντά στην αντίστοιχη μέση τιμή για τη φάση της ανάκαμψης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

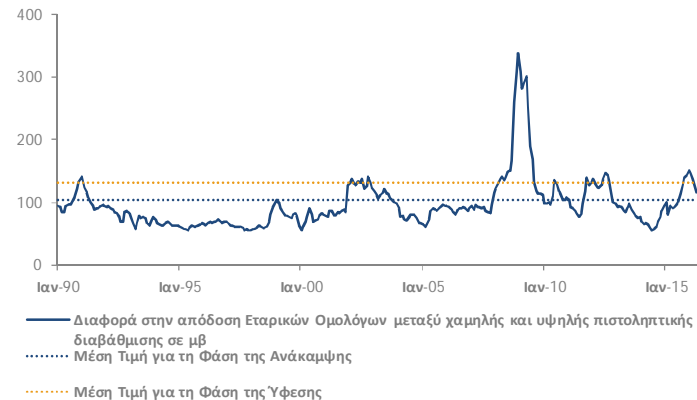
Το spread στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων μεταξύ χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης διαμορφώθηκε επίσης ελαφρώς υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της ανάκαμψης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.

Και στις δύο περιπτώσεις το spread διαμορφώθηκε αρκετά χαμηλότερα σε σχέση με την μέση τιμή για τη φάση της ύφεσης.

Moody's CB AAA Yield vs. 30Y Treasury

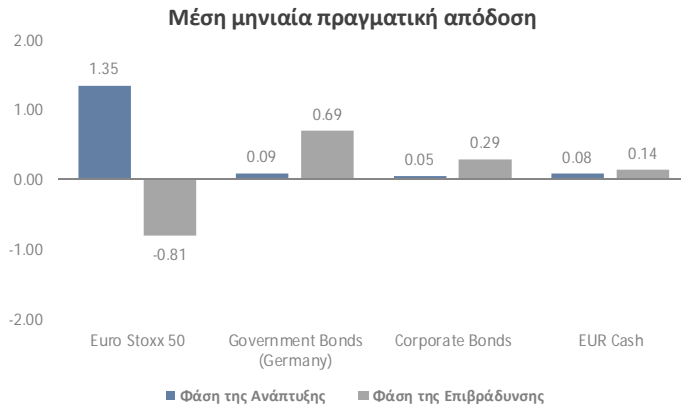


Moody's CB BAA Yield vs. Moody's CB AAA Yield



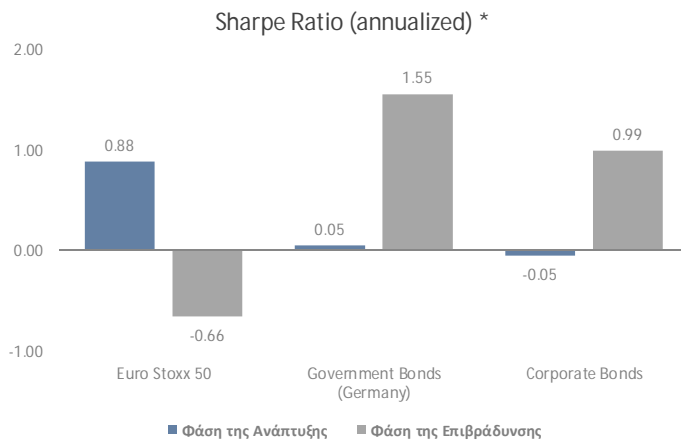


Ευρωζώνη: Οικονομικός Κύκλος & Αποδόσεις Επενδύσεων

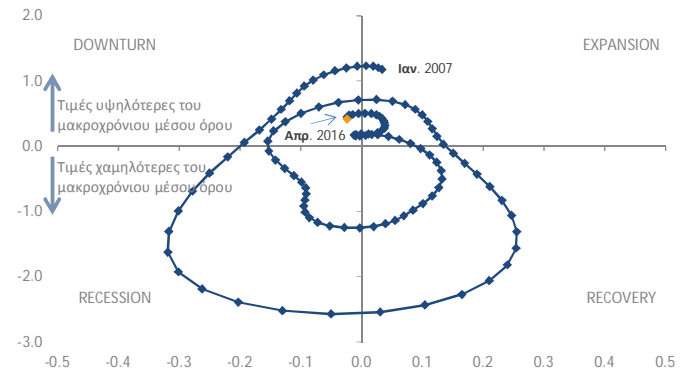


Όπως αναφέραμε, ο γενικός πρόδρομος δείκτης οικονομικού κλίματος έχει εισέλθει στη φάση της επιβράδυνσης από τον Ιανουάριο. Όμως, η εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ διατηρεί ανοιχτό το ενδεχόμενο επιστροφής του στην φάση της ανάπτυξης.

Η φάση της ανάπτυξης είναι ιστορικά πολύ ευνοϊκή για τις μετοχές και αρνητική για τα ομόλογα. Αντίθετα, η φάση της επιβράδυνσης είναι ιστορικά πολύ ευνοϊκή για τα ομόλογα και αρνητική για τις μετοχές. Όμως, η εφαρμογή του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ συνεπάγεται θεωρητικά θετική επίδραση στις τιμές τόσο των ομολόγων όσο και των μετοχών.



Οικονομικός κύκλος του Δείκτη Οικ. Κλίματος

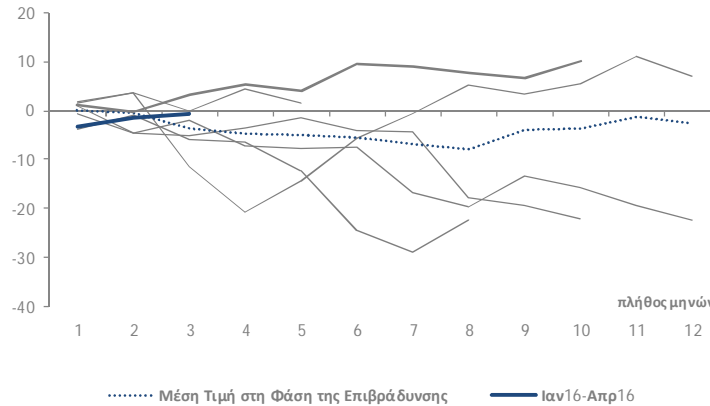


* Σε σχέση με την απόδοση του EUR Cash



Ευρωζώνη: Μετοχές

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

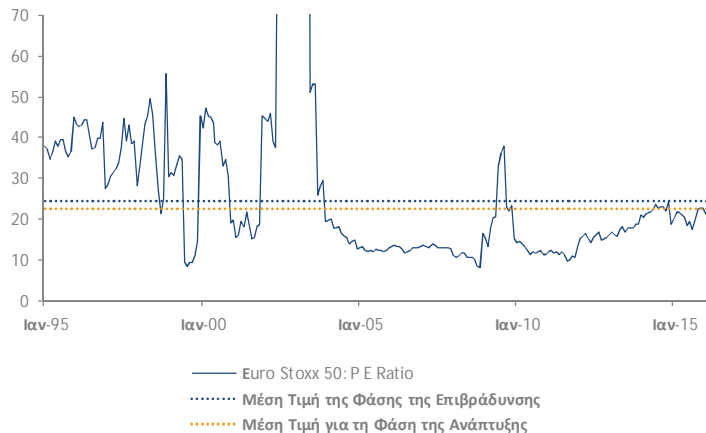


*Για τον υπολογισμό της πραγματικής απόδοσης του τελευταίου μήνα, χρησιμοποιούμε την αρχική εκτίμηση της Eurostat για τον πληθωρισμό.

Σωρευτική πραγματική απόδοση -0,5% σημειώθηκε στις μετοχές της Ευρωζώνης κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της επιβράδυνσης, καλύτερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (-3,5%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. **Ο δείκτης P/E διαμορφώθηκε κατά περίπου 3 μονάδες χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της επιβράδυνσης (24,5) του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα.**

Η υιοθέτηση εντονότερης ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ στηρίζει τις τιμές των ευρωπαϊκών μετοχών. Όμως, τα αρνητικά στοιχεία σχετικά με την εξαγωγική δραστηριότητα της Ευρωζώνης και η ενίσχυση της συναλλαγματικής ισοτιμίας του ευρώ ενδεχομένως να αποτελέσουν αρνητικά παράγοντα για τις τιμές των μετοχών, καθώς επίσης και ο προβληματισμός για την κατάσταση στην οποία βρίσκονται πραγματικά τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα στην Ευρωζώνη.

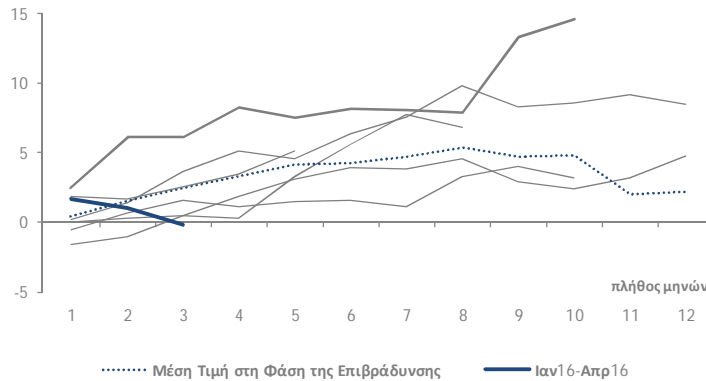
Euro Stoxx 50: P/E Ratio





Ευρωζώνη: Γερμανικά Κρατικά Ομόλογα

DE Bunds: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Επιβράδυνσης*



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

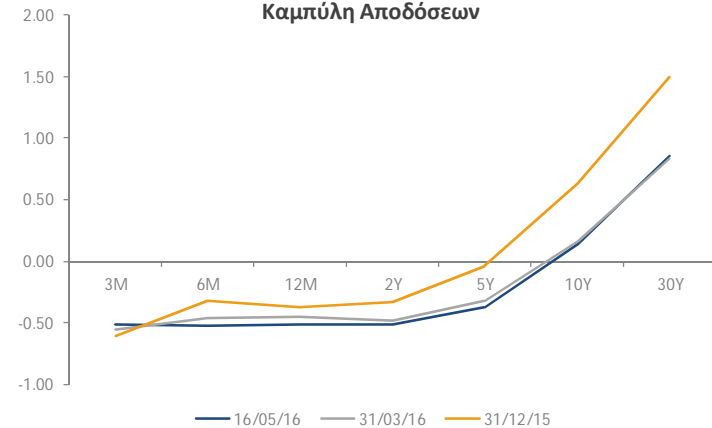
Σωρευτική πραγματική απόδοση -0,1% σημειώθηκε στα γερμανικά κρατικά ομόλογα κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της επιβράδυνσης (καθώς τα yields αυξήθηκαν κατά τη διάρκεια του διμήνου Μαρτίου – Απριλίου κατά περίπου 20μβ), χειρότερα σε σύγκριση με την αντίστοιχη μέση τιμή (2,5%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα. **Η κλίση της καμπύλης των αποδόσεων (10Υ-2Υ) διαμορφώθηκε κοντά στην μέση τιμή της κλίσης για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 1994 και ύστερα, αλλά χαμηλότερα από τη μέση τιμή για τη φάση της ανάπτυξης.**

Ο συνδυασμός της διατήρησης της ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ και της παραμονής των πρόδρομων οικονομικών δεικτών στη φάση της επιβράδυνσης υποστηρίζει τη διαμόρφωση των αποδόσεων (yields) κοντά στα τρέχοντα επίπεδα.

Κλίση της Καμπύλης των Αποδόσεων



Καμπύλη Αποδόσεων





Ευρωζώνη: Πρόβλεψη σε ορίζοντα εξαμήνου για τα γερμανικά κρατικά ομόλογα

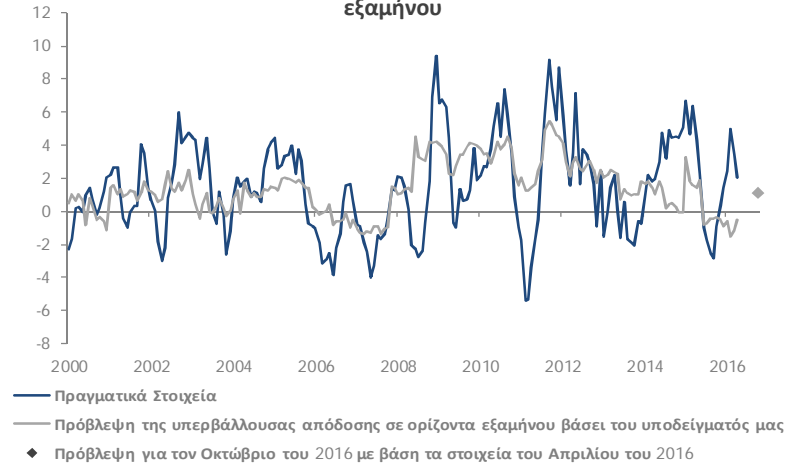
Χρησιμοποιώντας τα διαθέσιμα στοιχεία στις αρχές του Μαΐου για την κλίση και την κυρτότητα της καμπύλης των αποδόσεων, την πραγματική απόδοση των πενταετών ομολόγων, τη φάση του οικονομικού κύκλου και το δείκτη της τεκμαρτής μεταβλητότητας VDAX του γερμανικού χρηματιστηρίου εκτιμάμε ότι η υπερβάλλουσα απόδοση (σε σύγκριση με την απόδοση που προκύπτει από την επένδυση σε EUR ρευστά διαθέσιμα) σε ορίζοντα 6 μηνών θα είναι 1,1% (έναντι του 1,9% που καταγράφηκε τον Απρίλιο).

Η υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα 6 μηνών που εκτιμήσαμε, αντιστοιχεί σε απόδοση (yield) για το δεκαετές γερμανικό κρατικό ομόλογο στο 0,10%, σε σύγκριση με το 0,27% που ήταν στο τέλος του Απριλίου.

Οι βασικοί παράγοντες, οι οποίοι σύμφωνα με τα υποδείγματά μας οδηγούν σε θετική υπερβάλλουσα απόδοση και κατ' επέκταση σε πολύ χαμηλή απόδοση (yield) είναι κυρίως η μικρότερη αρνητική πραγματική απόδοση των πενταετών ομολόγων (λόγω της υποχώρησης του πληθωρισμού σε αρνητικό έδαφος) και η μετάβαση του βασικού πρόδρομου δείκτη οικονομικού κλίματος (ESI) στη φάση της επιβράδυνσης.

Στην περίπτωση κατά την οποία περιλάβουμε στο υπόδειγμά μας κάποια μεταβλητή που να αντιπροσωπεύει την ακολουθούμενη πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ τότε η απόδοση που εκτιμάται για το δεκαετές γερμανικό κρατικό ομόλογο σε ορίζοντα εξαμήνου διαμορφώνεται ακόμη χαμηλότερα, σχεδόν στο 0,00%.

Υπερβάλλουσα Απόδοση Χαρτοφυλακίου Ομολόγων σε ορίζοντα εξαμήνου



Πρόβλεψη για την Απόδοση 10-ετούς Ομολόγου σε ορίζοντα εξαμήνου

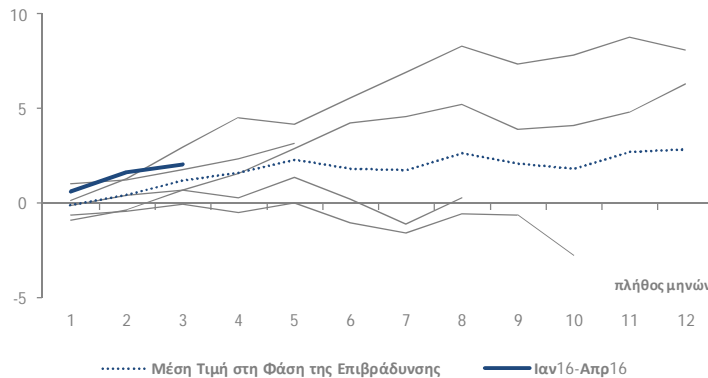


*Σύμφωνα με τους Bank Of America Merrill Lynch German Federal Government All Maturities (Euro) - Total Return Index και JPM Euro Cash 1 Month - Total Return Index



Ευρωζώνη: Εταιρικά Ομόλογα

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



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

Σωρευτική πραγματική απόδοση 2,1% σημειώθηκε στα εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης κατά τη διάρκεια που η οικονομία βρίσκεται στη φάση της επιβράδυνσης, υψηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής (1,3%) για τη συγκεκριμένη φάση του οικ. κύκλου από το 1996 και ύστερα.

Η προσθήκη των εταιρικών ομολόγων στο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ οδήγησε σε μείωση των spread των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων.

Συγκεκριμένα, το spread στις αποδόσεις μεταξύ των εταιρικών ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης και του δεκαετούς γερμανικού κρατικού ομολόγου διαμορφώθηκε χαμηλότερα έναντι της αντίστοιχης μέσης τιμής για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 2003 και ύστερα. Το spread στις αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων μεταξύ χαμηλής και υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης διαμορφώθηκε κοντά στην αντίστοιχη μέση τιμή για τη φάση της επιβράδυνσης του οικ. κύκλου από το 2003 και ύστερα.

Και στις δύο περιπτώσεις το spread διαμορφώθηκε αρκετά χαμηλότερα σε σχέση με την μέση τιμή για τη φάση της ανάπτυξης.

TR CB AAA Yield vs. 10Y DEGB Yield



— Διαφορά στην Απόδοση μεταξύ Κρατικού Ομολόγου και Εταιρικού Ομολόγου σε μβ
 Μέση Τιμή της Διαφοράς για τη Φάση της Επιβράδυνσης
 - - - - - Μέση Τιμή για τη Φάση της Ανάπτυξης

TR CB BBB Yield vs. TR CB AAA Yield



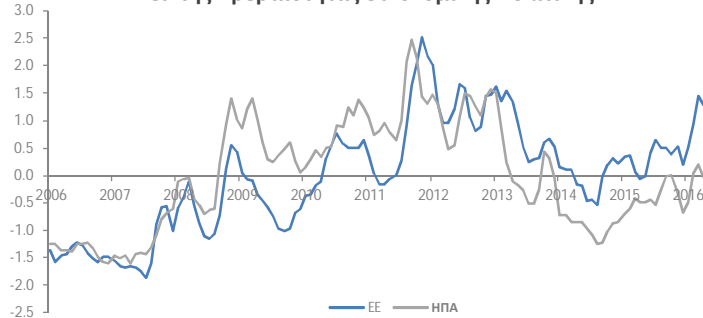
— Διαφορά στην Απόδοση Εταιρικού Ομολόγου μεταξύ υψηλής και χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης σε μβ
 Μέση Τιμή της Διαφοράς για τη Φάση της Επιβράδυνσης
 - - - - - Μέση Τιμή για τη Φάση της Ανάπτυξης



Δείκτες Μεταβλητότητας



Δείκτης Αβεβαιότητας Οικονομικής Πολιτικής



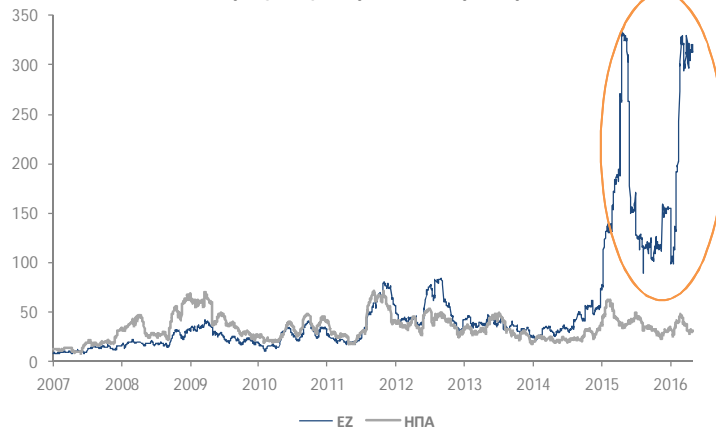
Σημείωση: Δείκτης που μετρά την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής ποσοτικοποιώντας για την Αμερική α) την αβεβαιότητα που αποτυπώνεται στον τύπο, β) τις προβλεπόμενες φορολογικές αλλαγές την τρέχουσα χρονιά αλλά και σε εύρος 10ετίας, και γ) την απόκλιση μεταξύ των προβλέψεων των οικονομικών αναλυτών. 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 απαιτούμενης δημοσιονομικής βελτίωσης στην Ε.Ε. έχει αυξηθεί σε σημαντικό βαθμό, καθώς επίκεινται οι νέες βουλευτικές εκλογές στην Ισπανία και το δημοψήφισμα στη Βρετανία.

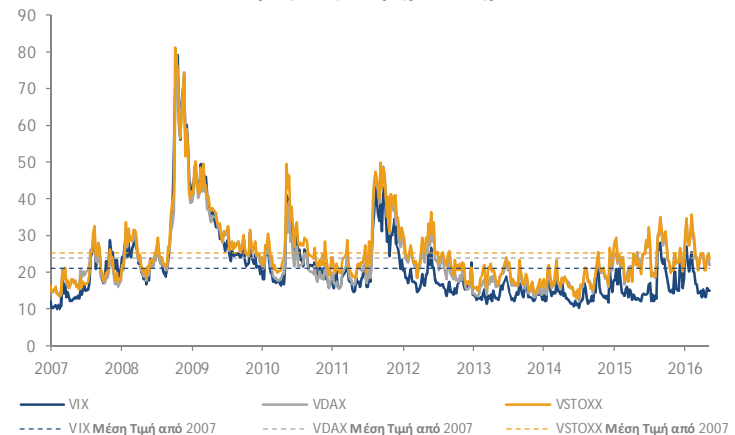
Η μεταβλητότητα των αποδόσεων των γερμανικών κρατικών ομολόγων παραμένει σε πολύ υψηλό επίπεδο. Αντίθετα, η μεταβλητότητα των αμερικανικών κρατικών ομολόγων εξακολουθεί να διαμορφώνεται σε σχετικά χαμηλό επίπεδο.

Από τα τέλη Φεβρουαρίου και ύστερα οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας βρίσκονται γενικά σε καθοδική πορεία υποβοηθούμενοι και από τις αποφάσεις της ΕΚΤ.

Μεταβλητότητα Κρατικών Ομολόγων



Μεταβλητότητα Χρηματιστηρίων

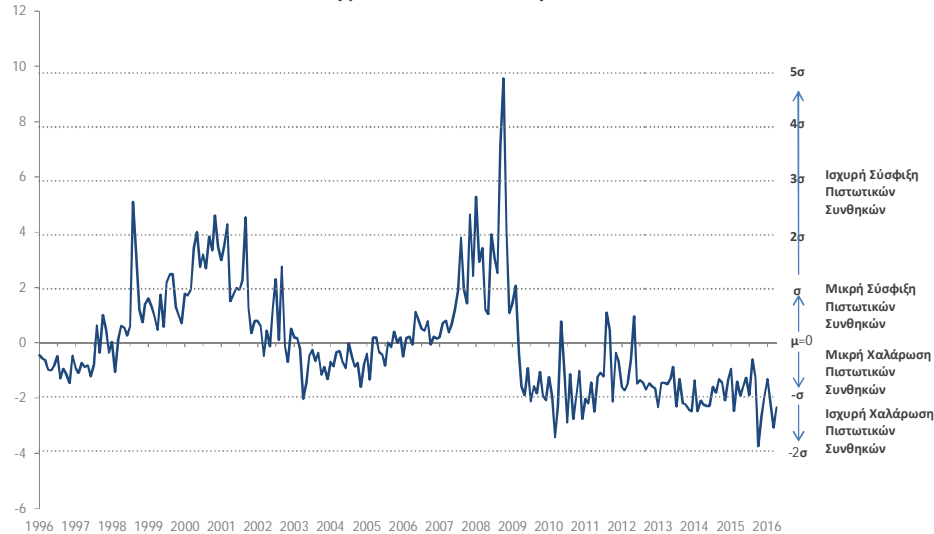




Δείκτες Πιστωτικών Συνθηκών



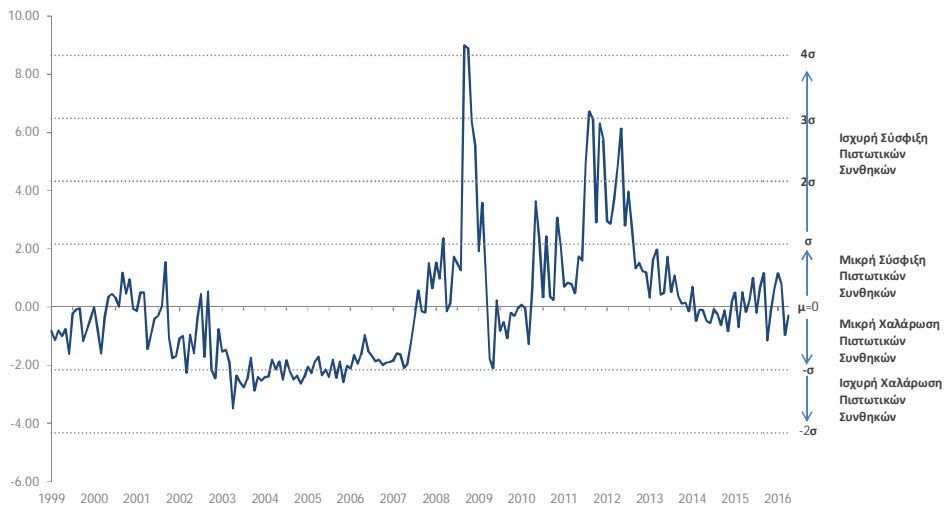
Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών ΗΠΑ



Ο δείκτης που έχουμε κατασκευάσει να αντανακλά τις πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στις ΗΠΑ εξακολουθεί να καταδεικνύει χαλαρές συνθήκες (καθώς διαμορφώνεται περίπου μία τυπική απόκλιση υπό του μακροχρόνιου μέσου όρου).

Ο δείκτης που έχουμε κατασκευάσει να αντανακλά τις πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στην Ευρωζώνη επίσης καταδεικνύει ήπια σύσφιξη (καθώς διαμορφώνεται περίπου μισή τυπική απόκλιση υπό του μακροχρόνιου μέσου όρου)

Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών ΕΖ



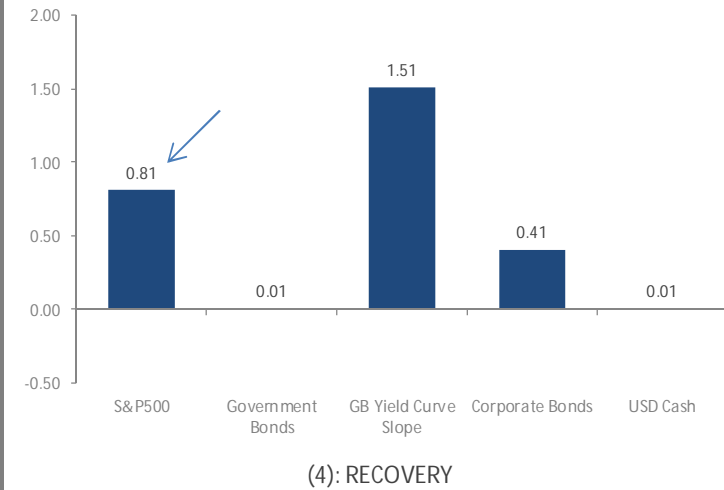
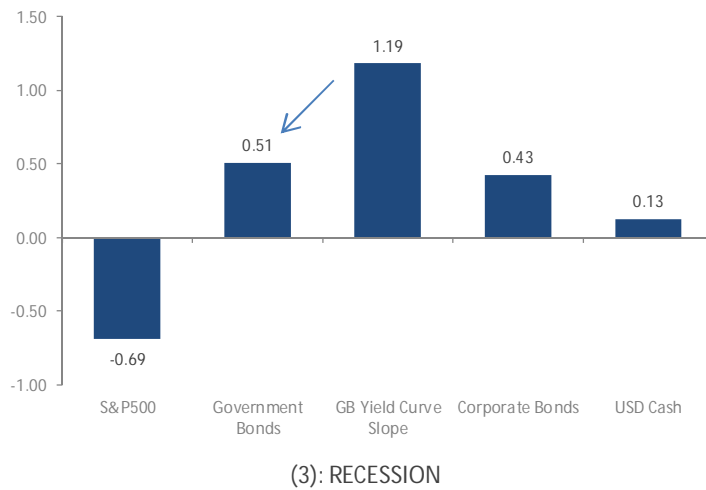
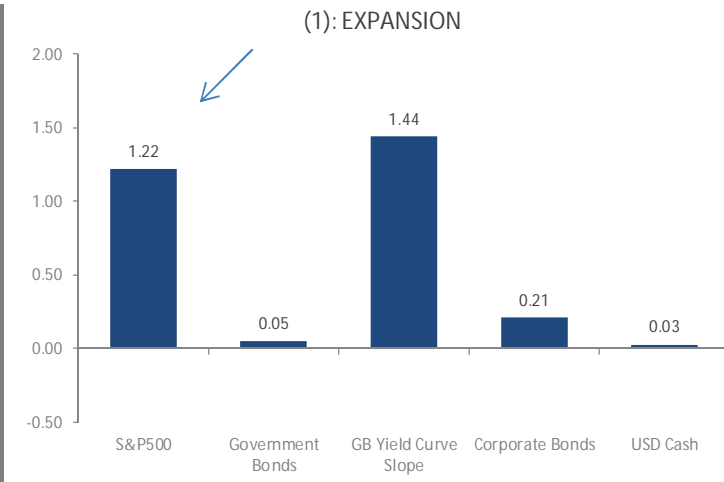
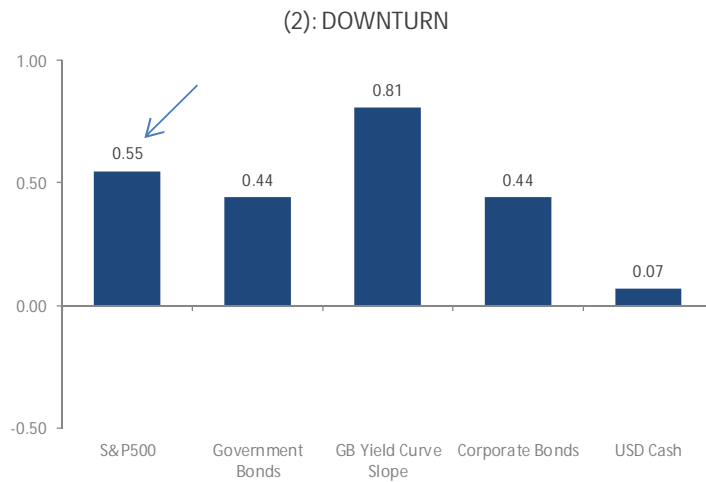
Λόγω της εντονότερης ποσοτικής χαλάρωσης που υιοθέτησε η ΕΚΤ οι πιστωτικές συνθήκες στην Ευρωζώνη ενδεχομένως να χαλαρώσουν περαιτέρω, γεγονός που αντανακλάται στη συρρίκνωση των αποδόσεων των εταιρικών ομολόγων.



Παράρτημα

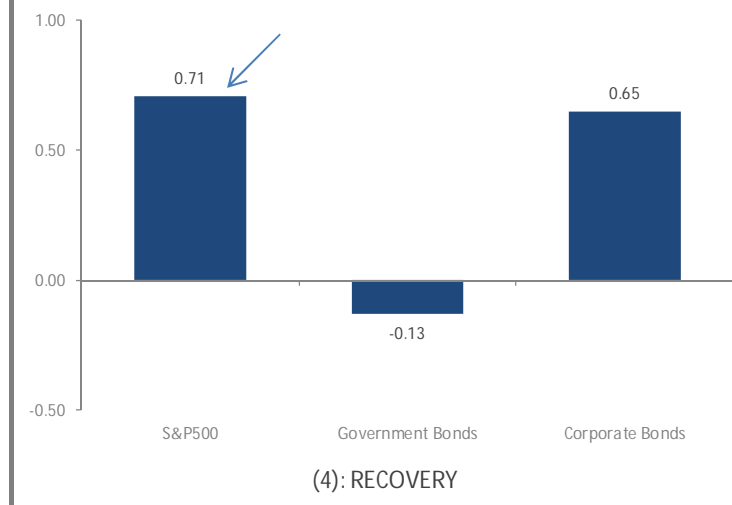
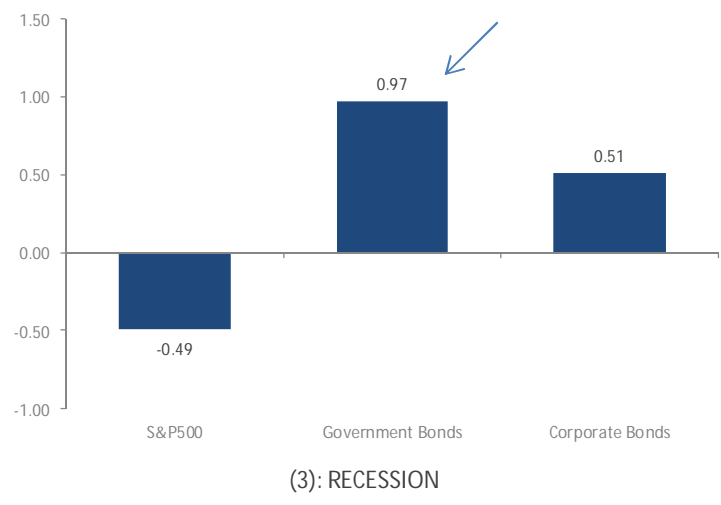
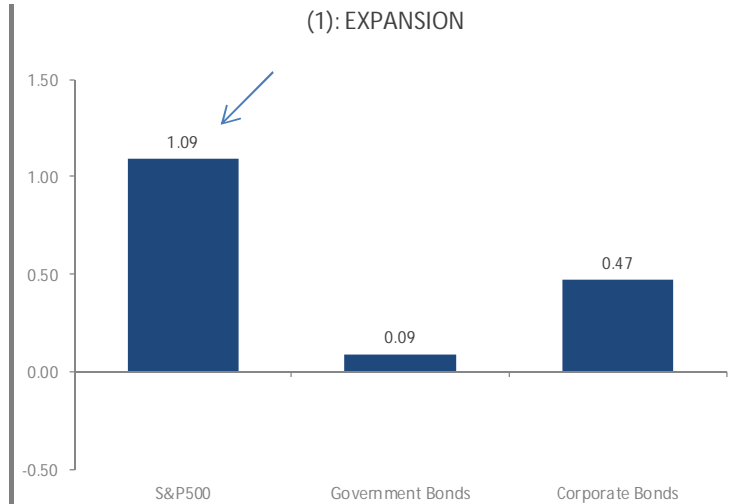
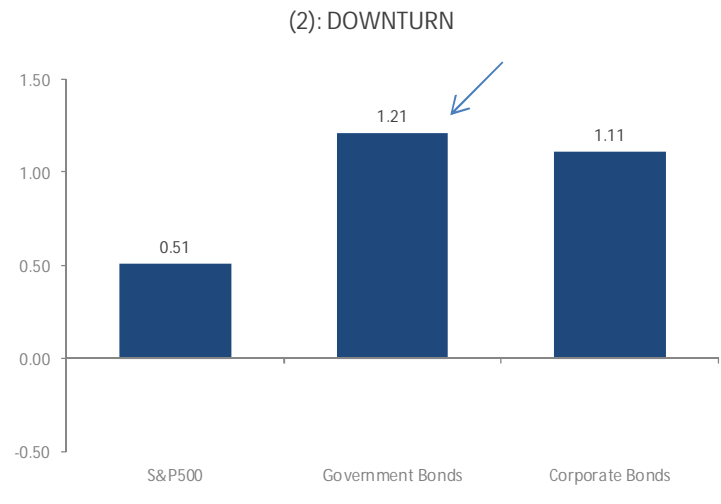


ΗΠΑ: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος



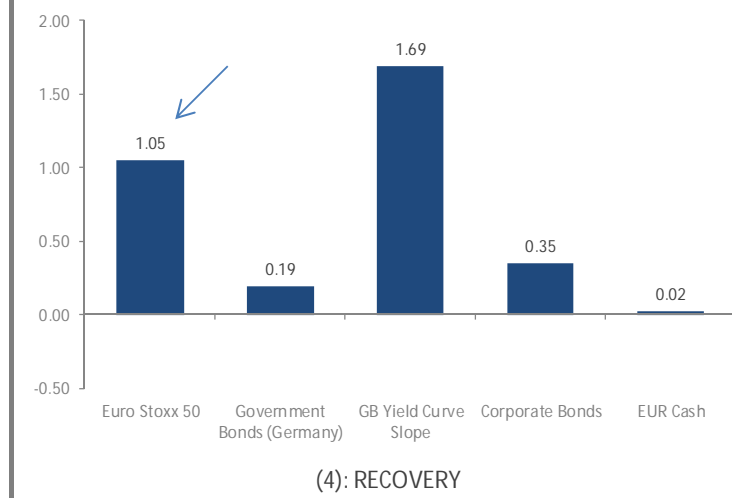
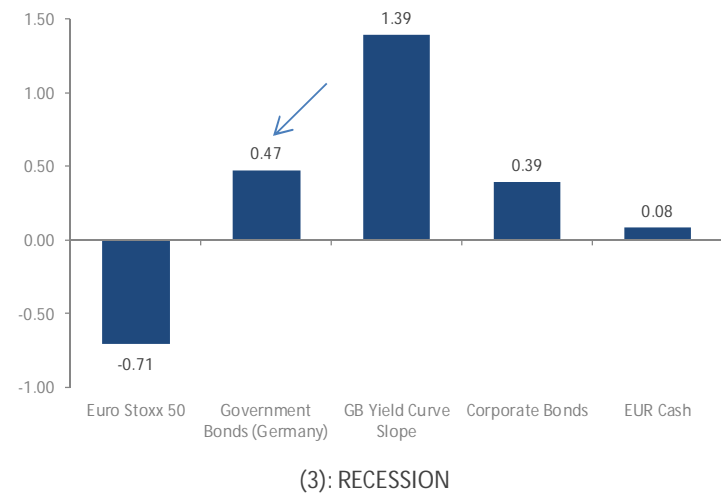
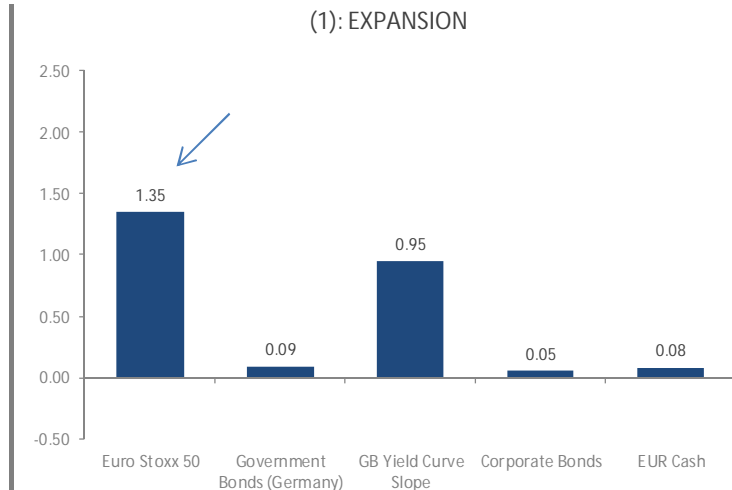
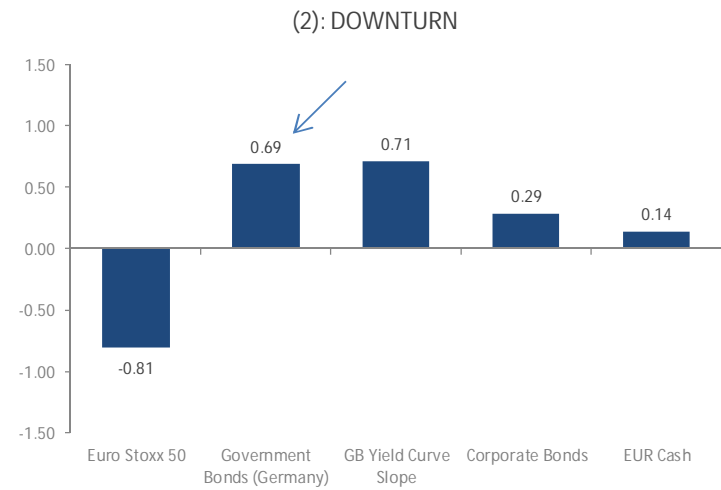


ΗΠΑ: Sharpe Ratio & Οικονομικός Κύκλος



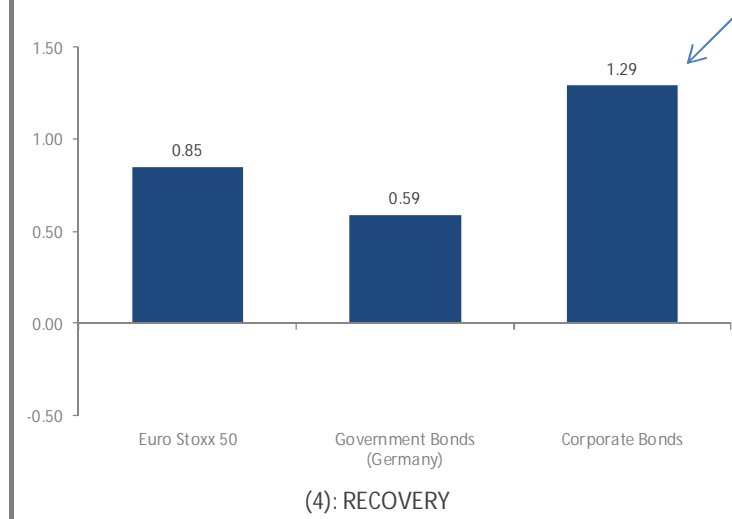
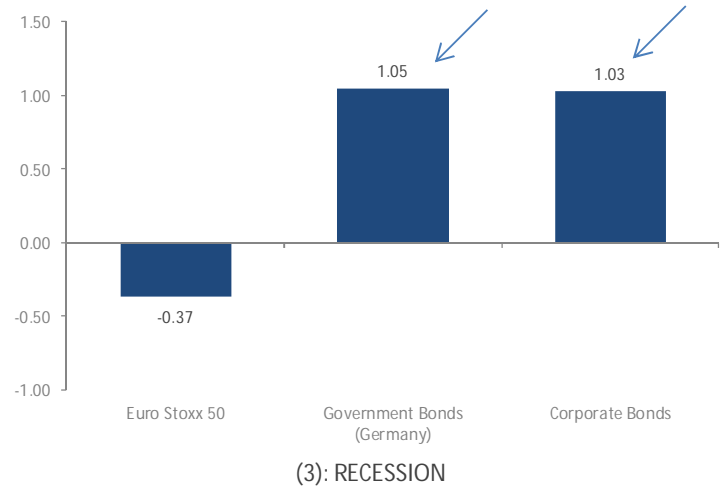
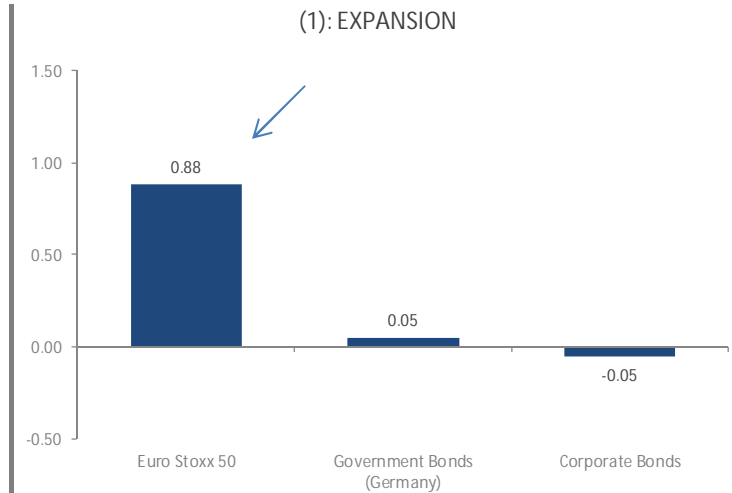
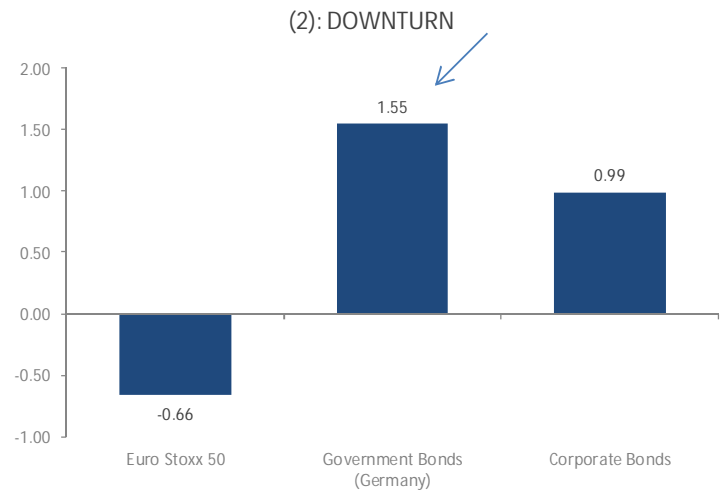


Ευρωζώνη: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος





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 έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφεξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από το συντάκτη του. Το παρόν κείμενο ή μέρος του δεν μπορεί να αναπαραχθεί με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή έγκριση από τον συντάκτη του.
- Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπ' όψιν τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προσφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.
- Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές.
- Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων:
 - α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.
 - β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
 - γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
 - δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
 - ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.
- Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομακείς πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της.
- Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:
 - α) τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
 - β) εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
 - γ) η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκπεφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,
 - δ) οι τυχόν προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
 - ε) η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.
- Η διανομή του παρόντος εντύπου εκτός Ελλάδος ή/και σε πρόσωπα διεπόμενα από αλλοδαπό δίκαιο μπορεί να υπόκειται σε περιορισμούς ή απαγορεύσεις σύμφωνα με την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία, ώστε να διευρύνει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.