

Global Economic & Market Monthly Review: Παρεμβάσεις Στηρίζουν τις Αγορές

ECONOMIC ANALYSIS & RESEARCH DIVISION

Executive Summary

- Τα οικονομικά στοιχεία συνεχίζουν να εμφανίζονται αρνητικά στις ΗΠΑ, με κάποια σημάδια σταθεροποίησης στον ορίζοντα. Η αδυναμία αυτή εκφράζεται σε αυτή την φάση κυρίως από μια επιβράδυνση των πωλήσεων σε σχέση με τα αποθέματα, η οποία επηρεάζει κυρίως την μεταποίηση. Παράλληλα, η αγορά εργασίας εμφανίζεται επίσης αδύναμη ενώ αυτή των ακινήτων δείχνει να ανακάμπτει.
- Η οικονομία της Ευρωζώνης παραμένει σε τροχιά επιβράδυνσης/ύφεσης τόσο λόγω της διενεργούμενης πολιτικής δημοσιονομικής συρρίκνωσης όσο και λόγω της επιδείνωσης του επιχειρηματικού κλίματος που προκαλεί η κρίση του ευρώ.
- Τα πρόσφατα μεταρρυθμιστικά μέτρα που ανακοινώθηκαν από την ινδική κυβέρνηση, αλλά και η επερχόμενη εκλογή της νέας ηγεσίας του Κ.Κ. Κίνας που μπορεί να ανοίξει τον δρόμο για εφαρμογή μέτρων οικονομικής τόνωσης, θα ήταν δυνατό να προσφέρουν επιπλέον ώθηση στην παγκόσμια οικονομία και αγορές.
- Τόσο η ΕΚΤ όσο και η FED, ανακοίνωσαν μέτρα τα οποία ήταν σημαντικότερα των προσδοκιών, τα οποία αναμένεται να προσφέρουν σημαντική στήριξη στις οικονομίες και τις αγορές. Πέρα όμως από στήριξη, αβεβαιότητα παραμένει για την ικανότητα τους να παράγουν ανάπτυξη. Σε σχέση με την FED είναι αβέβαιο εάν μια νομισματική ενίσχυση θα μπορέσει να αντιμετωπίσει ένα, διαρθρωτικό εν μέρει, υψηλό ποσοστό ανεργίας. Σε σχέση με τα μέτρα της ΕΚΤ, ένα πολιτικό συμπλήρωμα είναι αναγκαία συνθήκη για ολική μεταστροφή του κλίματος.
- Εάν και είναι πιθανό να υπάρχει ακόμα περιθώριο για περαιτέρω διατήρηση του θετικού κλίματος, σε πιο μακροχρόνιο ορίζοντα, παρατηρούμε ότι οι πρόσφατες κινήσεις των αγορών ήδη προεξοφλούν ένα αρκετά θετικό σενάριο ενώ τα θεμελιώδη αναμένεται να παραμείνουν σχετικά αδύναμα. Παρατηρούμε βελτιώσεις στην εικόνα των μετοχών των αναδυόμενων αγορών και του ευρώ, το οποίο όμως παραμένει σημαντικά ακριβό, ενώ οι μετοχές των ΗΠΑ είναι πιθανό να χάσουν το προβάδισμα τους. Η τιμή του πετρελαίου θεωρείται υψηλή τόσο σε σχέση με τα οικονομικά δεδομένα όσο και με την δυναμική της προσφοράς και ζήτησης, ενσωματώνοντας ίσως ένα πολύ υψηλό γεωπολιτικό premium.

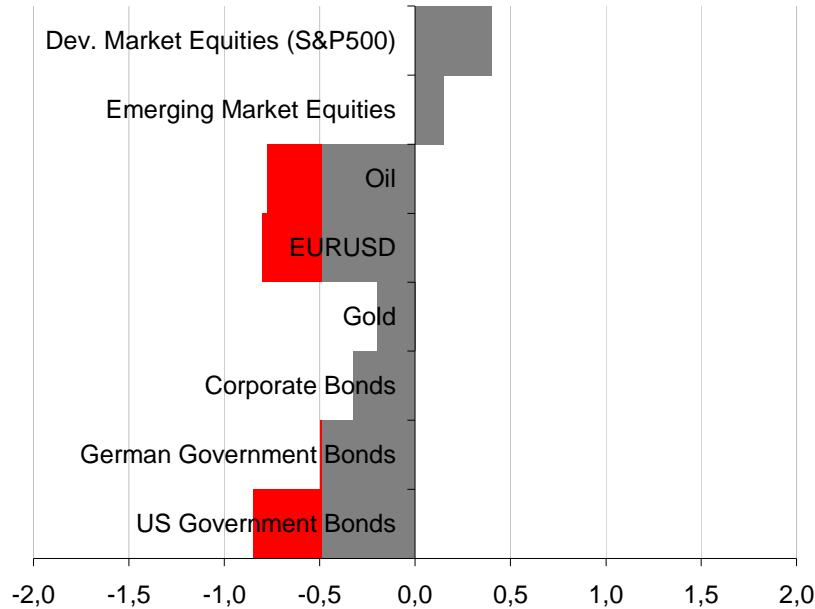
1^η Οκτωβρίου 2012

- 2 Global Market Risk-Return Scoring
- 3 Οικονομικές Εξελίξεις
- 6 Διεθνείς Αγορές- Ανάλυση Εξελίξεων
- 8 Μετοχικές Αγορές
- 9 Ομολογιακές Αγορές
- 11 FX
- 13 Εμπορεύματα

Ηλίας Λεκκός •)
Lekkosi@piraeusbank.gr
Βασίλης Πατίκης •)
PatikisV@piraeusbank.gr
Διονύσης Πολυχρονόπουλος •)
Polychronopoulosd@piraeusbank.gr

Τράπεζα Πειραιώς
Μονάδα Οικονομικής Ανάλυσης και Αγορών
Αμερικής 4, 105 64, Αθήνα
Bloomberg: <PBGR>
Tel: (+30) 210 328 8187, Fax: (+30) 210 328 860

Global Asset Allocation (6-9 month horizon)

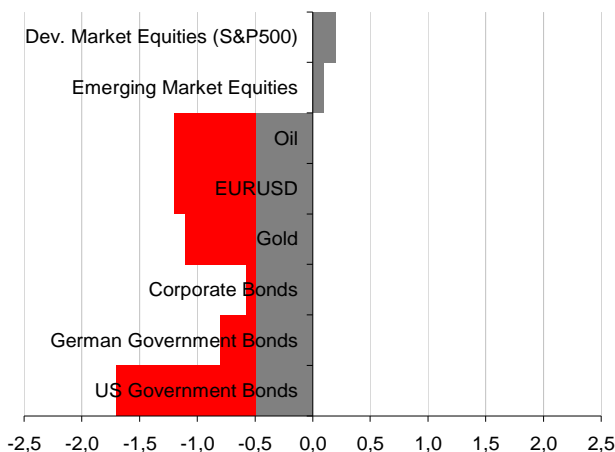


Αντικειμενική αξιολόγηση μεταξύ -2,5 και 2,5, αντικατοπτρίζει μια μέση εκτίμηση (50%) θεμελιωδών ποσοτικών, & (50%) τεχνικών παραγόντων που επιδρούν στις επιμέρους αγορές.

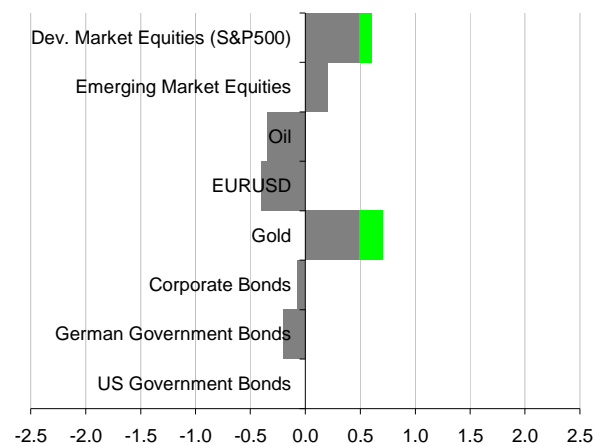
- -0,49 έως 0,49 ουδέτερη εκτίμηση,
- 0,5 έως 1,49 θετική εκτίμηση (-0,5 έως -1,49 αρνητική εκτίμηση)
- >1,5 πολύ θετική εκτίμηση (<-1,5 πολύ αρνητική εκτίμηση)

Για μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις (+12 μήνες) περισσότερο βάρος θα πρέπει να δίνεται στους θεμελιώδεις & ποσοτικούς παράγοντες, ενώ για μεσοπρόθεσμες (3-6 μήνες) περισσότερο βάρος θα πρέπει να δίνεται στους τεχνικούς παράγοντες.

Θεμελιώδεις & Ποσοτικές Εκτιμήσεις



Τεχνική Εικόνα Αγορών



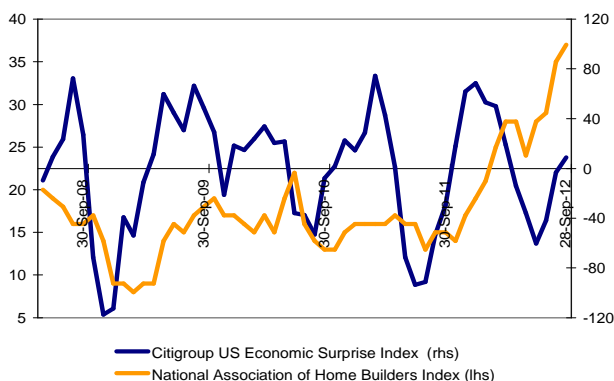
Θετικές & Θεμελιώδεις εκτιμήσεις: Αποκλίσεις από μακροχρόνιους μέσους όρους μέτρων αξίας (πχ P/E για τις μετοχές, ονομαστική ανάπτυξη για τα ομόλογα) όπως και από ποσοτικά εκτιμώμενες «δίκαιες τιμές» χρησιμοποιώντας για κάθε αγορά τα ανάλογα θεμελιώδη μεγέθη προσδιορισμού της αξίας αυτών. Τεχνική Εικόνα: Τυποποιημένη απεικόνιση μεγεθών όπως MACD, RSI και άλλων μεγεθών αξιολόγησης της εικόνας των αγορών.

Οικονομικές Εξελίξεις

ΗΠΑ: Πιθανότητα Σταθεροποίησης

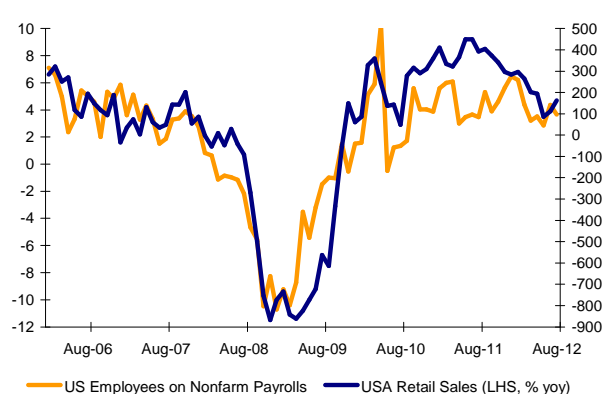
- Εάν και τα οικονομικά στοιχεία συνεχίζουν να εμφανίζονται αρνητικά στις ΗΠΑ** οι προσδοκίες έχουν κατά ένα σημαντικό βαθμό μετατοπιστεί πτωτικά και πλέον είναι πιθανόν να εξερχόμαστε από μια περίοδο αρνητικών εκπλήξεων, όπως δείχνει και ο αντίστοιχος δείκτης της Citigroup στο πρώτο διάγραμμα. Το μεγαλύτερο μέρος πρόσφατων θετικών εκπλήξεων έχει να κάνει κυρίως με την αγορά ακινήτων όπου τα αποθέματα των νέων κατοικιών έχουν πέσει σημαντικά, οδηγώντας υψηλότερα την επιχειρηματική εμπιστοσύνη στον κλάδο, προκαλώντας παράλληλα σταδιακές ανοδικές τάσεις στις τιμές. Πέρα όμως από την αγορά ακινήτων τα περισσότερα οικονομικά στοιχεία παραμένουν αδύναμα.
- Η αδυναμία αυτή εκφράζεται σε αυτή την φάση κυρίως από μια επιβράδυνση των πωλήσεων σε σχέση με τα αποθέματα στην οικονομία των ΗΠΑ.** Ο παράγοντας αυτός βρίσκεται πίσω από την πρόσφατη πτώση του δείκτη ISM κάτω από το 50, στα 49,6 και την γενικότερη αδυναμία του τομέα της μεταποίησης. Ειδικά στην μεταποίηση, άλλες ενδείξεις όπως η σημαντική πτώση των νέων παραγγελιών με την παράλληλη άνοδο των αποθεμάτων είναι ανησυχητικές και δεν θα συνηγορούσαν σε γρήγορη ή άμεση ανάκαμψη. Η αδυναμία της αγοράς εργασίας παραμένει στο επίκεντρο, ιδίως σε επίπεδο νέων προσλήψεων, ενώ θετικότερη ήταν η εικόνα των εβδομαδιαίων αιτήσεων για νέα επιδόματα ανεργίας τα οποία ήταν πτωτικά. Μέσα στους τελευταίους 3 μήνες η οικονομία των ΗΠΑ έχει προσθέσει 96000 νέες θέσεις εργασίας ενώ τους τελευταίους δώδεκα, 150000. Η τάση της κατανάλωσης παρέμεινε σχετικά δυνατή με την προσωπική κατανάλωση να αναπτύσσεται με 2% ετησίως και τις λιανικές πωλήσεις γύρω στο 3,5% (εκτός αυτοκινήτων και βενζίνης). Η ανησυχία στο στάδιο αυτό εντοπίζεται στο ότι οι ρυθμοί αυτοί δεν είναι συντηρήσιμοι στο ενδεχόμενο μη γρήγορης ανάκαμψης της αγοράς εργασίας, όπως παρατηρούμε και στο δεύτερο διάγραμμα. Στα θετικά στοιχεία συγκαταλέγονται και η άνοδος της καταναλωτικής εμπιστοσύνης αλλά και η επιτάχυνση της ευρύτερης προσφοράς χρήματος M2 σε σχέση με την M1 η οποία έχει θετική συσχέτιση με την οικονομική δραστηριότητα.
- Χρησιμοποιώντας τις κινήσεις των αγορών** (μετοχές, κυκλικά εμπορεύματα, κλίση της καμπύλης ομολόγων, κλπ) για να «διαβάσουμε» τις ενσωματωμένες προσδοκίες για την ανάκαμψη υπολογίζουμε ότι οι επενδυτές προσδοκούν έναν ετήσιο ρυθμό της τάξης του 3% σε 6 μήνες από σήμερα. Χρησιμοποιώντας μια σειρά από πρόδρομους δείκτες (αποθέματα, πωλήσεις, νέες παραγγελίες, νέες αιτήσεις επιδομάτων ανεργίας) υπολογίζουμε μια σχετικά ηπιότερη ανάπτυξη της τάξης του 2,4%, διαφορά που οφείλεται κατά πάσα πιθανότητα στις ενέργειες της FED.

Δείκτες Οικ, Εκπλήξεων & Αγοράς Ακινήτων



Source: Bloomberg, Datastream, Piraеus Bank Research

Λιανικές Πωλήσεις & Προσλήψεις

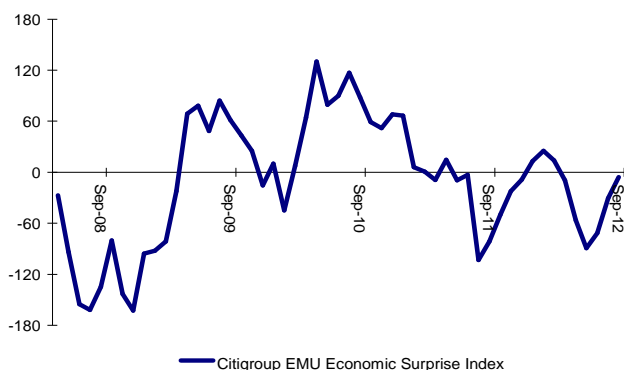


Source: Bloomberg, Datastream, Piraеus Bank Research

Ευρωζώνη: Τάσεις Οικονομικής Επιδείνωσης

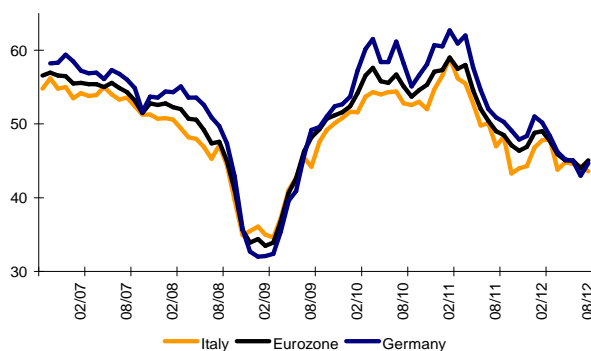
- Η οικονομία της Ευρωζώνης παραμένει σε τροχιά σημαντικής επιβράδυνσης/ύφεσης** τόσο λόγω της διενεργούμενης πολιτικής δημοσιονομικής συρρίκνωσης όσο και λόγω της επιδείνωσης του επιχειρηματικού κλίματος που προκαλεί η κρίση. Έτσι, σε ετήσια βάση η οικονομία της ΕΖ συρρικνώθηκε κατά 0,5% ενώ οι προοπτικές παραμένουν δυσοίωνες. Παρά το ότι τα πρόσφατα μέτρα της ΕΚΤ (αγορά ομολόγων) και της Ευρωπαϊκής Επιτροπής (σχέδιο για Ευρωπαϊκή Τραπεζική Ένωση) αποτελούν αναγκαία στοιχεία επίλυσης της κρίσης, η αβεβαιότητα σχετικά με την πολιτική θέληση για περαιτέρω οικονομική ενοποίηση και ουσιαστική δημοσιονομική αλληλεγγύη, παραμένει υψηλή, ενώ η δυναμική της οικονομίας αρνητική. Έτσι μια σειρά προδρόμων δεικτών όπως οι προσδοκίες που εμπεριέχονται στον δείκτη IFO αλλά και οι δείκτες PMI παραπέμπουν σε επιδείνωση της οικονομικής ανάπτυξης.
- Ανησυχητική παραμένει η εικόνα στις δυο οικονομίες του νότου** οι οποίες βρίσκονται στο στόχαστρο των αγορών. Η βιομηχανική παραγωγή στην Ιταλία συνεχίζει να συρρικνώνεται (-7,3% ετησίως, από -9,2% τον Απρίλιο ενώ η Ισπανική κατά -5,4% από -8,4% τον ίδιο μήνα). Από την άλλη πλευρά ενθαρρυντική είναι η σταθεροποίηση της πορτογαλικής βιομηχανικής παραγωγής (-0,2% σε ετήσια βάση από -7,4% τον Απρίλιο), ενώ σε ανάπτυξη βρίσκεται πλέον η Ιρλανδική βιομηχανία (4,8% από -2,6% τον Φεβρουάριο).
- Παρά το ότι τα οικονομικά στοιχεία παραμένουν αρνητικά**, οι αναλυτές φαίνεται να έχουν πλέον αρχίσει να προεξοφλούν την δυναμική αυτή και σύμφωνα με τον αντίστοιχο δείκτη της Citigroup ίσως να εξερχόμαστε από μια περίοδο αρνητικών εκπλήξεων στην Ευρωζώνη, με μειωμένη όμως ακόμα την πιθανότητα επίτευξης θετικών.
- Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ** όπου η διάφορα μεταξύ των προσδοκιών των αγορών και των ενδείξεων των προδρόμων δεικτών είναι σχετικά μικρή, στην Ευρωζώνη παρατηρούμε σημαντική απόκλιση μεταξύ των ενδείξεων των προδρόμων δεικτών και των αγορών σε σχέση με την μελλοντική ανάπτυξη για την οποία οι αγορές προεξοφλούν ετήσιο ρυθμό της τάξης του 1,4% σε 6 μήνες από τώρα ενώ οι πρόδρομοι δείκτες ύφεση αντιστοίχου μεγέθους (-1,4%), αποτέλεσμα ίσως των ανακοινώσεων της ΕΚΤ.

Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων



Source: Bloomberg, Datastream, Piraeus Bank Research

Δείκτες Μεταποιητικής Δραστηριότητας

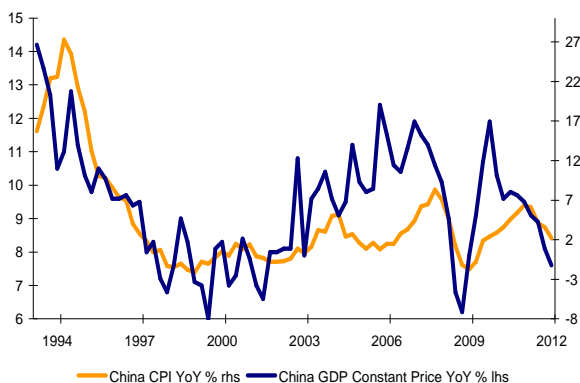


Source: Bloomberg, Datastream, Piraeus Bank Research

Κίνα & Ινδία: Αλλαγές Πολιτικής στον Ορίζοντα

- Η οικονομία στην Κίνα συνεχίζει να επιβραδύνεται** με τον δείκτη PMI (HSBC) να παραμένει γύρω στο 47, ενώ επιβράδυνση παρατηρείται σε όλους τους τομείς, όπως οι λιανικές πωλήσεις, η βιομηχανική παράγωγη και τα κέρδη των εταιρειών. Επίσης αρνητική είναι και η επιβράδυνση της νομισματικής ανάπτυξης M2 στο 13,5% από 13,9% τον προηγούμενο μήνα αλλά και του προδρόμου δείκτη (National Bureau of Statistics και της Goldman Sachs), κοντά στα χαμηλά του 2008. Ο πληθωρισμός τιμών καταναλωτή παραμένει σε πτωτική τροχιά στο 2% ενώ πτωτικές τάσεις παρατηρούνται στις τιμές παραγωγού (-3,5% σε ετήσια βάση). Η σχετική αδράνεια όσον αφορά την ανακοίνωση και εφαρμογή πολιτικών τόνωσης της οικονομικής δραστηριότητας έχει οδηγήσει πολλούς αναλυτές στην μείωση των εκτιμήσεων για την ανάπτυξη κάτω από το 8%. Στο βαθμό που η απουσία τέτοιων μέτρων οφείλεται στην ανησυχία για αναζωπύρωση των ανοδικών πιέσεων στις τιμές καταναλωτή αλλά και στην αγορά ακινήτων, τότε η απαισιοδοξία αυτή είναι κατά πάσα πιθανότητα δικαιολογημένη. Στο βαθμό όμως που απλά οφείλεται στην επερχόμενη σημαντική αλλαγή της ηγεσίας του Κομμουνιστικού Κόμματος της Κίνας στις αρχές Νοεμβρίου, τότε μια θετική έκπληξη θα ήταν πιθανότερη καθώς οι αξίες στην Κίνα προεξοφλούν ήδη ένα αρκετά αρνητικό σενάριο. Βέβαια, πέρα από όποια μεσοπρόθεσμη τόνωση συνεχίζουμε να θεωρούμε ότι η κινεζική οικονομία παραμένει σε ένα σημαντικό σταυροδρόμι με ουσιαστικά διλήμματα. Αν και ο πληθωρισμός παραμένει σε ύφεση η αγορά ακινήτων παραμένει ευάλωτη σε ανοδικές πιέσεις, ενώ παράλληλα, ο στόχος μετατροπής της οικονομίας από εξαγωγική σε καταναλωτική είναι δύσκολα επιτεύξιμος και κατά κανόνα η αλλαγή αυτή θα μπορούσε να ενέχει μια μεταβατική περίοδο σημαντικής επιβράδυνσης. Ένα τρίτο σενάριο θα μπορούσε να ενέχει αυτό το ενδεχόμενο, δηλαδή μια προγραμματισμένη επιβράδυνση μέσα σε ένα γενικότερο πλαίσιο αναδιάρθρωσης της οικονομίας. Μια τέτοια εξέλιξη παρά τις όποιες αρνητικές βραχυπρόθεσμες συνέπειες, μακροπρόθεσμα θα ήταν πολύ θετική, τόσο σε σχέση με την ανάπτυξη της Κίνας και των αναδυόμενων χωρών αλλά εξίσου, και ίσως αναλογικά περισσότερο, σε σχέση με την ανάπτυξη των ανεπτυγμένων οικονομιών. Στις χώρες αυτές, η διενεργούμενη ιδιωτική και δημόσια απομόχλευση δημιουργεί κενό ζήτησης το οποίο θα μπορούσε να καλυφθεί από τον Ασιάτη καταναλωτή.
- Η ινδική οικονομία παραμένει σε τροχιά επιδείνωσης** με υψηλό πληθωρισμό (10%), διογκούμενα εμπορικά και δημοσιονομικά ελλείμματα και πτωτική βιομηχανική παράγωγη (-1,9% ετησίως). Ύστερα από μήνες αδράνειας η κυβέρνηση εμφανίζεται να αντιδρά πλέον στην τάση επιδείνωσης της οικονομίας υιοθετώντας μεταρρυθμίσεις στην αγορά ενέργειας (μείωση των επιδοτήσεων) ανοίγοντας παράλληλα σε ξένους επενδυτές τους τομείς του λιανικού εμπορίου και τις αερομεταφορές. Εάν και υπάρχουν κίνδυνοι υλοποίησης, οι ανακοινώσεις αυτές είναι πολύ σημαντικές για μια μεταστροφή του επιχειρηματικού και του επενδυτικού κλίματος.

Κίνα: Ανάπτυξη & Πληθωρισμός



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Ινδία: Ανάπτυξη & Πληθωρισμός

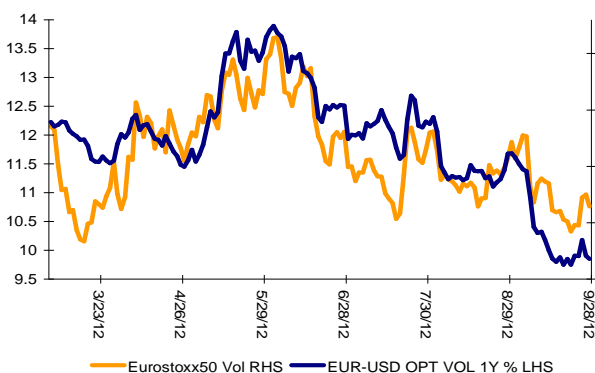


Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Αγορές : Ωθηση από Θετικές Εκπλήξεις Οικονομικής Πολιτικής

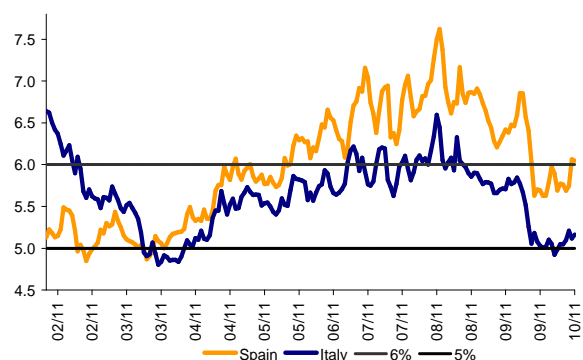
- Οι θετικές εκπλήξεις πολιτικής των τελευταίων εβδομάδων ήρθαν σαν επιστέγασμα μιας πολύ καλύτερης από την αναμενόμενη καλοκαιρινή περίοδο.** Ως ένα βαθμό πράγματι οι θετικές αποδόσεις των αγορών προεξόφλησαν από πριν τις σημαντικές παρεμβάσεις των κεντρικών τραπεζιτών αλλά καθώς τόσο η ΕΚΤ όσο και η FED ανακοίνωσαν μέτρα τα οποία ήταν σημαντικότερα των προσδοκιών είναι πιθανό βραχυπρόθεσμα τουλάχιστο να παραμείνουμε σε μια περίοδο θετικού επενδυτικού κλίματος και μειούμενης μεταβλητότητας καθώς οι επενδυτές θα είναι περισσότερο υπομονετικοί από συνήθως περιμένοντας τα πιθανά θετικά αποτελέσματα των ενεργειών αυτών. *Όμως, όπως σημειώσαμε και στα προηγούμενα, τόσο στις ΗΠΑ αλλά κυρίως στην Ευρωζώνη, οι κινήσεις των αγορών έχουν υπερβολικά ίσως ήδη προεξοφλήσει ένα αρκετά ευνοϊκότερο οικονομικό περιβάλλον, σε σχέση με αυτό το οποίο διαφαίνεται από διάφορους πρόδρομους δείκτες οικονομικής δραστηριότητας.* Είναι πιθανό νέες ανακοινώσεις μέτρων οικονομικής στήριξης από την Κίνα να καλύψουν το κενό αυτό, αλλά οι επενδυτές θα πρέπει να στραφούν στις αντίστοιχες αγορές για να επωφεληθούν (Κινέζικες μετοχές, κυκλικά μέταλλα, μετοχές χώρων/ εταιρειών εξαγωγέων πρώτων υλών), ενώ παράλληλα, κλυδωνισμοί από τις βασικές οικονομίες θα είναι κατά πάσα πιθανότητα αισθητοί.
- Σε σχέση με την Ευρωζώνη** η ανακοίνωση της πρόθεσης απεριόριστων αγορών ομολόγων (διάρκειας μέχρι 3 έτη) των χωρών που συμφωνούν να ενταθούν σε μηχανισμό στήριξης και (κυρίως) η παράλληλη παραίτηση του δικαιώματος προτεραιότητας στην αποπληρωμή του χρέους έχουν οδηγήσει σε μια πολύ σημαντική υποχώρηση των αποδόσεων των Ιταλικών και των Ισπανικών ομολόγων. Αν και η υποχώρηση αυτή έχει λειτουργήσει υποστηρικτικά σε αξίες όπως το ευρώ και τις ευρωπαϊκές μετοχές, υπάρχει ο κίνδυνος εξασθένησης των κίνητρων (πίεση των αγορών) που θα οδηγούσαν τις κυβερνήσεις της Ισπανίας και της Ιταλίας να υπαχθούν σε μηχανισμό, κίνηση που αποτελεί όμως αυστηρή προϋπόθεση για την παρέμβαση της ΕΚΤ. Έτσι ενώ η ορθολογική αντίδραση των κυβερνήσεων θα ήταν να επωφεληθούν της πτώσης των επιτοκίων για να εισέρθουν σε διαπραγματεύσεις από ισχυρότερη θέση, διαγράφεται ο κίνδυνος αδράνειας, η οποία θα οδηγούσε πρώτα σε εκ νέου άνοδο των αποδόσεων, επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος και μετά σε μια πιθανή επίτευξη κάποιας συμφωνίας. Μια τέτοια συμφωνία θα είχε σχετικά αυστηρότερα στοιχεία λιτότητας με λιγότερες πιθανότητες επιτυχίας. Εάν και ένα τέτοιο αποτέλεσμα δεν θα ήταν «άριστο» από οικονομικής πλευράς, η πολιτική πραγματικότητα ίσως να προϋποθέτει την πίεση των αγορών για την προσφυγή σε μηχανισμό διάσωσης. Συνολικά, οι πολιτικές αυτές της ΕΚΤ είναι πολύ σημαντικές και εν δυνάμει θα μπορούσαν να οδηγήσουν, μαζί με τα σχέδια μιας τραπεζικής ολοκλήρωσης, σε μια πιο μόνιμη μεταστροφή του επενδυτικού κλίματος. Αποτελούν όμως αναγκαία αλλά όχι ικανή συνθήκη καθώς αναγκαίο τελικό συστατικό παραμένουν πολιτικές συμφωνίες επιμερισμού/αμοιβαιοποίησης του συνολικού δημοσιονομικού κινδύνου της Ευρωζώνης.

Μεταβλητότητα EURUSD, Eurostox500



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

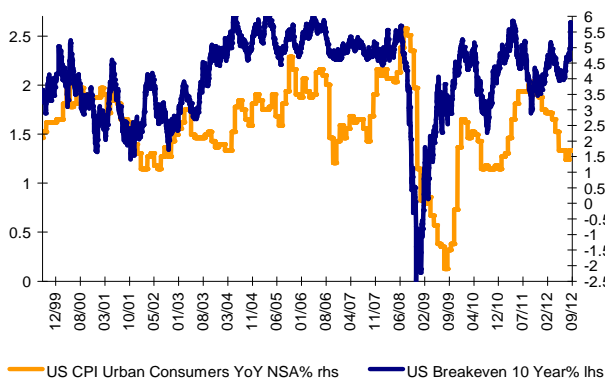
10-ετής Αποδόσεις Ιταλία, Ισπανία



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

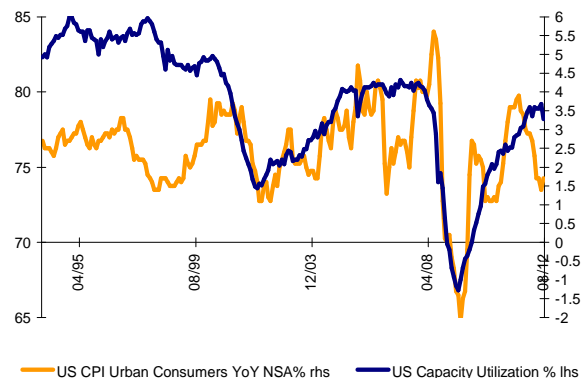
- Στις ΗΠΑ η δέσμευση της FED να επεκτείνει τον ισολογισμό της** (αγοράζοντας ομόλογα συνδεδεμένα με ενυπόθηκα δάνεια) μέχρι να μειωθεί σημαντικά η ανεργία έχει επίσης συμβάλει στην βελτίωση του επενδυτικού κλίματος λόγω των προσδοκιών παροχής απεριόριστης ρευστότητας. Η διαφορά αυτού του γύρου ποσοτικής χαλάρωσης από τους προηγούμενους είναι ότι σε αυτή την φάση δεν διαφαίνεται ο κίνδυνος του αποπληθωρισμού καθώς οι τιμές βρίσκονται σε ανοδική τροχιά (με τον δομικό πληθωρισμό στο 1,9% και τον συνολικό στο 1,7%). Για τον λόγο αυτό παρατηρήθηκε μια ανοδική αντίδραση των πληθωριστικών προσδοκιών με την ανακοίνωση της FED. Η αγορά των ομολόγων των προστατευμένων από τον πληθωρισμό προεξόφλησε πληθωρισμό (inflation breakeven) δεκαετίας στο 2,7% το υψηλότερο από το 1998 ενώ ανοδικές πιέσεις παρατηρήθηκαν και σε άλλες αντίστοιχες μετρήσεις. Αν και τα θεμελιώδη τόσο στις ΗΠΑ όσο και τον υπόλοιπο κόσμο δεν συνηγορούν σε μια πληθωριστική έκπληξη (υψηλή ανεργία, χαμηλή πιστωτική επέκταση στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με Ευρωπαϊκή κρίση και επιβράδυνση στις αναδυόμενες) η πιθανότητα αυτής είναι αυξημένη σε σχέση με το παρελθόν. Πέρα από τον όχι υπερβολικά χαμηλό πληθωρισμό, η χρησιμοποίηση του παραγωγικού δυναμικού βρίσκεται στο 78% κοντά στον μέσο όρο δεκαετίας ενώ η σύνδεση της αύξησης ρευστότητας με την πορεία της ανεργίας αφήνει εν δυνάμει την οικονομία ευάλωτη για ένα σχετικά μακρύ διάστημα σε εξωγενείς παράγοντες που θα μπορούσαν να αποδειχτούν πληθωριστικοί (γεωπολιτικοί και κλιματικοί κλυδωνισμοί οι οποίοι προκαλούν πιέσεις στην τιμή του πετρελαίου και των τροφίμων), πολιτικές αποδυνάμωσης των νομισμάτων άλλων χωρών (Ιαπωνία, Κίνα) κλπ. Επίσης μεγάλος βαθμός αβεβαιότητας παραμένει σχετικά με την αποτελεσματικότητα των μέτρων καθώς υπάρχει μια μεγάλη μερίδα οικονομολόγων που επιχειρηματολογούν για την διαρθρωτική φύση της ανεργίας στις ΗΠΑ που συνδέεται από τον συνδυασμό της πρόσφατης αλλά εμμένουσας συρρίκνωσης του κατασκευαστικού και χρηματοπιστωτικού κλάδου σε συνδυασμό με την προϋπάρχουσα μόνιμη πλέον παρακμή της μεταποίησης.
- Οι πολιτικές αυτές είναι πιθανόν να παρέχουν προστασία** σε έναν κίνδυνο μιας ουσιαστικότερης επιβράδυνσης αλλά είναι αμφίβολο εάν θα μπορέσουν να συνεφέρουν ουσιαστικά σε μια διατηρήσιμη επιτάχυνση της ανάκαμψης. Παραταύτα, αυτός ο γύρος ποσοτικής χαλάρωσης θα ήταν δυνατό να αποτελέσει αντίβαρο στην ενδεχόμενη δημοσιονομική συρρίκνωση που αναμένεται σε μια πιθανή αδυναμία επίτευξης συμφωνίας μεταξύ του πρόεδρου και του κογκρέσου μετά τις εκλογές του Νοέμβριου. Σύμφωνα με πολλούς αναλυτές το κόστος μια τέτοιας κατάληξης κυμαίνεται στο 3%-4% του ΑΕΠ από την λήξη φορολογικών ελαφρύνσεων και μέτρων στήριξης των εισοδημάτων. Έως τώρα δεν υπάρχουν σημάδια ανησυχίας των αγορών για το ενδεχόμενο αυτό. Είναι πιθανό οι επενδυτές να αρχίσουν να ανησυχούν μετά τις εκλογές, αλλά επίσης είναι πιθανό να παρατηρήσουμε μια αλληλεξουδετέρωση των δυο αυτών αντικρουόμενων επιδράσεων. Βέβαια για ένα τόσο μεγάλο πιθανό κλυδωνισμό, τα κίνητρα για εξεύρεση λύσης είναι σημαντικά και πράγματι θα ήταν δυνατό να βρεθεί μια λύση μετά το περάς των εκλογών, οπότε και το εθνικό συμφέρον θα μπορούσε να υπερνικήσει τα οφέλη από κομματικές στρατηγικές. Τότε, το τελικό συνολικό αποτέλεσμα θα ήταν θετικό τόσο για την οικονομία όσο και για τις αγορές.

Αναμενόμενος & Πραγματικός Πληθωρισμός



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Χρησιμοποίηση Παρ. Δυναμικού, Πληθωρισμός

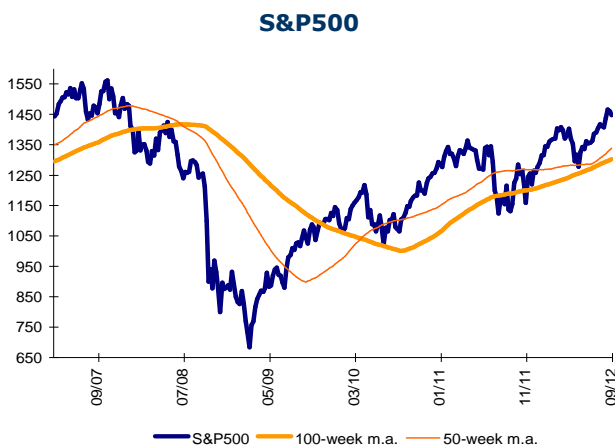


Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

- Από τα χαμηλά των αρχών του Ιουνίου παρατηρήσαμε μια σημαντική άνοδο των μετοχικών αγορών (15% S&P500, 15% MSCI Αναδυομένων Αγορών, 25% DAX, 65% ΓΔΧΑ), άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων (44 μβ στην δεκαετία των ΗΠΑ και 61 στην Γερμανική δεκαετία), 9% άνοδο του ευρώ και 19% άνοδο των εμπορευμάτων. Η άνοδος του ευρώ με την παράλληλη υπερ-απόδοση των ευρωπαϊκών μετοχών και υπο-απόδοση των γερμανικών ομολόγων και η μη υπερ-απόδοση των αναδυομένων αγορών *συνηγορεί στο ότι κατά το μεγαλύτερο μέρος η βελτίωση του επενδυτικού κλίματος οφείλεται στις θετικότερες ευρωπαϊκές εξελίξεις και όχι σε προεξόφληση των ενεργειών της FED.*

Μετοχικές Αγορές

- Οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ συνεχίζουν να παρουσιάζουν θετική εικόνα** κυρίως λόγω των ενεργειών της κεντρικής τράπεζας αλλά και της υψηλής ανεργίας η οποία συμπιέζει το εργατικό κόστος. Σύμφωνα με τα στοιχεία της κερδοφορίας του β' τρίμηνου 2012, σε ετήσιο ορίζοντα, παρατηρήσαμε μια άνοδο της κερδοφορίας κατά 13% με τις πωλήσεις όμως να υστερούν στο 9,7%. Στο διάστημα αυτό ενώ το 73% των εταιρειών εξέπληξε θετικά σε σχέση με τα κέρδη, το 58% εξέπληξε αρνητικά σε σχέση με τις πωλήσεις, υπογραμμίζοντας το γεγονός ότι κέρδη που βασίζονται σε σύμπτωση του κόστους δεν είναι συντηρήσιμα γιατί στην συνολική οικονομία η μείωση των εργατικών εισοδημάτων επηρεάζει αρνητικά την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών. Οι αποτιμήσεις του S&P500 με τον λόγο τιμής/κέρδη (P/E) στα 14,8 θεωρούνται λογικές αλλά όχι φτηνές. Παράλληλα, δεδομένης της υστέρησης των πωλήσεων αλλά και της πρόσφατης αύξησης των αποθεμάτων σε σχέση με τις πωλήσεις, μια επιβράδυνση της κερδοφορίας στις ΗΠΑ είναι πιθανή. Στο στάδιο αυτό οι αναλυτές αναμένουν ανάπτυξη της κερδοφορίας κατά 9,5% για τους επόμενους 12 μήνες το οποίο βρίσκεται υψηλότερο από το 8,5% το οποίο αποτελεί τον μακροχρόνιο μέσο όρο. Μια σύγκλιση χαμηλότερα από αυτόν, θα ήταν πιθανότερη στο παρόν περιβάλλον. Παράλληλα, παρατηρούμε και μια επιδείνωση της (ακόμα θετικής) τεχνικής εικόνας καθώς η αγορά εμφανίζεται υπερ-αγορασμένη. *Συνολικά η εικόνα υποβαθμίζεται σε ουδέτερη με θετική προδιάθεση.*
- Οι μετοχές των αναδυομένων χωρών παρουσιάζουν σημαντική υπο-απόδοση.** Η από-μόχλευση των ευρωπαϊκών τραπεζών, η κινεζική επιβράδυνση και πολιτική αβεβαιότητα, αλλά και η στασιμότητα των διαρθρωτικών αλλαγών αποτέλεσαν τους βασικούς παράγοντες. Τα πρόσφατα μέτρα που ανακοινώθηκαν από την ινδική κυβέρνηση αλλά και η επερχόμενη εκλογή της νέας ηγεσίας του ΚΚΚ, άρουν δυο πηγές αβεβαιότητας. Από την άλλη πλευρά, η κερδοφορία στις αναδυόμενες οικονομίες παραμένει σε πτωτική τροχιά -20% τους τελευταίους 12 μήνες, καθιστώντας τις αγορές ακριβότερες με τον δείκτη τιμή προς κέρδη να αναβαίνει από το 9,5 στα 12,5 επίπεδα που θεωρούνται δίκαια αλλά όχι φτηνα. Για τους επόμενους 12 μήνες οι προσδοκίες κερδοφορίας στο 18% θεωρούνται σχετικά αισιόδοξες. *Η τεχνική εικόνα έχει βελτιωθεί σε ουδέτερη. Συνολικά η εικόνα αναβαθμίζεται σε ουδέτερη με θετική προδιάθεση.*



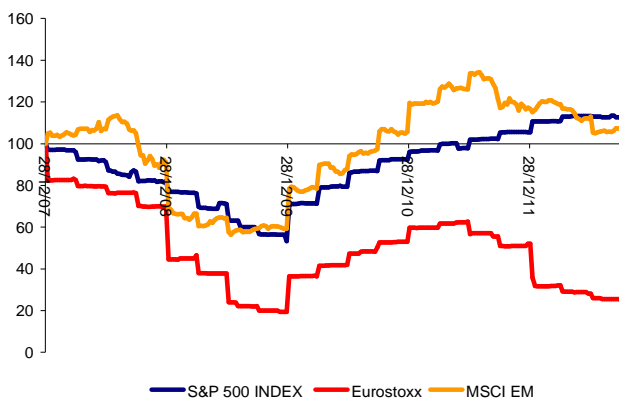
Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

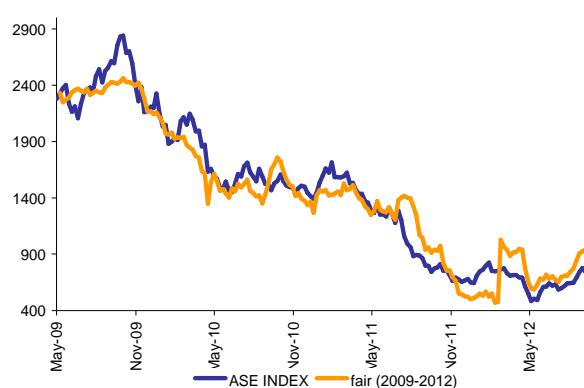
- Οι Ευρωπαϊκές μετοχές, θεωρούνται ακριβές** ιδίως μετά τις σημαντικές καλοκαιρινές αποδόσεις καθώς η κερδοφορία βρίσκεται σε πτωτική τροχιά (-55% τους τελευταίους 12 μήνες). Εάν εξαιρέσει κανείς τον γερμανικό DAX που διαπραγματεύεται με P/E 14, ο ευρύτερος ευρωπαϊκός δείκτης Eurostoxx θεωρείται ακριβός στα 25. Βέβαια εάν επαληθευτούν οι προσδοκίες των αναλυτών για άνοδο της - σημαντικά συμπίεσμένης από την κρίση- κερδοφορίας κατά 135% τότε ο λόγος τιμής προς αναμενόμενα κέρδη πέφτει στο 11, επίπεδα που θεωρούνται φτηνά. Όμως η φύση της παρούσης κρίσης (πολιτική και θεσμική) καθιστά την διατύπωση προσδοκιών αυτού του είδους εξαιρετικά αβέβαιη συνηγορώντας στη ύπαρξη ενός σημαντικού αντισταθμίσιματος κινδύνου (risk premium) στην αποτίμηση των ευρωπαϊκών μετοχών.
- Η ελληνική μετοχική αγορά** έχει σημειώσει σημαντικά κέρδη από τα χαμηλά του καλοκαιριού, καθώς ο σχηματισμός κυβέρνησης σε συνδυασμό με τις διεθνείς εξελίξεις έχουν μειώσει την πιθανότητα μιας εξόδου από το ευρώ τους επομένους μήνες. Η μείωση αυτή αποτυπώνεται παράλληλα στις αποδόσεις των ομολόγων οι οποίες έχουν σημειώσει σημαντική πτώση από τα πρόσφατα υψηλά (στο 19,5% από το 30% για την δεκαετία), πιθανόν λόγω και προσδοκιών για ένα νέο «κούρεμα» του χρέους που βρίσκεται στα χέρια του μη-ιδιωτικού τομέα. Μια περαιτέρω πτώση προς το 18% (τα μετά το PSI χαμηλά) θα ήταν πιθανή, και με δεδομένη την θετική εικόνα των διεθνών αγορών διαγράφεται παράλληλα ένα άνω όριο των 950 μονάδων για τον ΓΔΧΑ σύμφωνα με το υπόδειγμα που χρησιμοποιούμε. Σημειώνουμε ότι τεχνικά υπάρχει ισχυρή αντίσταση στις 800 μονάδες. Για περαιτέρω κέρδη θετικά στοιχεία για την ανάπτυξη στην οικονομία η/και ένα πιο επιεικές διεθνές περιβάλλον (επιμήκυνση, μέτρα ανάπτυξης, νέο «κούρεμα») θα ήταν αναγκαίο.

Πορεία Κερδοφορίας από 31/12/2007



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

ΓΔΧΑ & Δίκαιη Τιμή (Ομολόγα, EUR, S&P500)



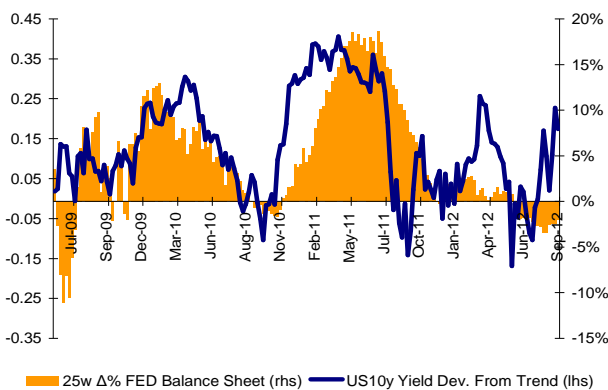
Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Ομολογιακές Αγορές

- Παρά τις πτωτικές τάσεις ύστερα από τις πρόσφατες ανακοινώσεις των κεντρικών τραπεζών, η τάση των ομολογιακών αγορών παραμένει μακροχρόνια ανοδική.** Η επιδείνωση των κυκλικών ενδείξεων στην Ευρωζώνη κατά κύριο λόγο, αλλά και η στασιμότητα στις ΗΠΑ εξασκούν πτωτικές πιέσεις στις αποδόσεις των ομολόγων. Από την άλλη πλευρά όμως, η πτώση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές και η επακόλουθη μείωση της ζήτησης για ασφαλή καταφύγια, ως αποτέλεσμα των πολιτικών των κεντρικών τραπεζών, αλλά και οριακά σημάδια γρηγορότερης πιστωτικής (M3) επέκτασης στην Ευρωζώνη αλλά και η γρηγορότερη επέκταση της ευρύτερης προσφοράς χρήματος M2 έναντι της στενότερης M1 στις ΗΠΑ εξασκούν ανοδικές πιέσεις στις αποδόσεις των ομολόγων που συνολικά υπερεισχύουν των άλλων δυνάμεων τους τελευταίους 2-3 μήνες με αποτέλεσμα μια βραχυπρόθεσμη ανοδική τάση των αποδόσεων των ομολόγων.

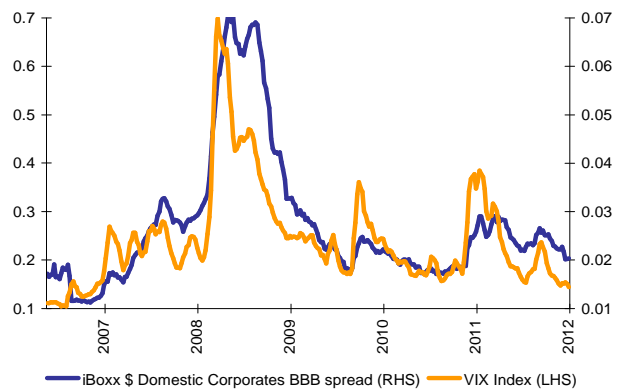
- Σε σχέση με τις πολιτικές της νομισματικής χαλάρωσης, «παραδόξως» οδηγούν συνήθως σε άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων** παρά τις παρεμβάσεις της FED καθώς η δημιουργουμένη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος οδηγεί συνήθως σε σημαντικές πωλήσεις ομολόγων από ιδιώτες και αντικατάσταση αυτών από μετοχές, εμπορεύματα και άλλες αξίες. Στο πρώτο διάγραμμα παρατηρούμε την θετική σχέση των μεταβολών των αποδόσεων των 10-ετών ομολόγων των ΗΠΑ με την αύξηση των στοιχείων του ισολογισμού της FED (διάφορα 25 εβδομάδων) που αποτελεί προϊόν των δυο περιόδων άσκησης πολιτικών ποσοτικής χαλάρωσης. Βέβαια οι προηγούμενες περίοδοι ποσοτικής χαλάρωσης, είχαν συμπέσει με περίοδο θετικών εκπλήξεων στα οικονομικά δεδομένα στις ΗΠΑ. Υπάρχει και σε αυτή την συγκύρια το ενδεχόμενο επανάληψης των σχέσεων αυτών, αλλά όπως σημειώσαμε και στην προηγούμενη ανάλυση των οικονομικών δεδομένων, μια ενδεχόμενη βελτίωση θα είναι μάλλον ήπιας μορφής, οπότε και μια ενδεχόμενη άνοδος των αποδόσεων εξίσου ηπιότερη. Επίσης με την πρόσφατη άνοδο των αποδόσεων ήδη προεξοφλείται μέρος της παρέμβασης της FED.
- Η οικονομία της Ευρωζώνης παραμένει σε μια τροχιά επιδείνωσης** η οποία όμως κατά πάσα πιθανότητα έχει αρχίσει να ενσωματώνεται στις προσδοκίες των επενδυτών και των αναλυτών. Έτσι σε σχέση με τις αποδόσεις των γερμανικών ομολόγων η αγορά στρέφεται στις ανακοινώσεις μέτρων αντιμετώπισης της κρίσης, όπως σε ενδείξεις μέτρων που οδηγούν σε βαθύτερη αμοιβαιοποίηση του περιφερειακού χρέους, και προκαλούν ανοδικές πιέσεις καθώς η Γερμανία στο σενάριο αυτό θα επωμιστεί τελικά ένα μεγάλο μέρος του συνολικού δημοσιονομικού κινδύνου. Στο ενδεχόμενο απογοήτευσης αυξάνεται η ζήτηση για ασφαλή καταφύγια με πτωτικές πιέσεις στις γερμανικές αποδόσεις.
- Τα εταιρικά spreads (δείκτης IBOXX BBB \$) σημείωσαν πτώση της τάξης των 50 μβ** από την αρχή του καλοκαιριού, ενώ παράλληλα παραμένουν σχετικά υψηλά σε σχέση με την εταιρική κερδοφορία αλλά και κυρίως την μετοχική μεταβλητότητα η οποία παραμένει σε πτωτική τροχιά. Τα spreads αυτά στις 2000 μβ διαπραγματεύονται πλέον λίγο χαμηλότερα από το μακροχρόνιο μέσο όρο. Οι παράγοντες αυτοί καθιστούν τα εταιρικά ομόλογα σχετικά (με τα κρατικά) φτηνά από θεμελιώδη άποψη. Η τεχνική εικόνα διαμορφώνεται θετική μεσοπρόθεσμα, αλλά προσεγγίζουμε επίπεδα όπου αυξάνεται η πιθανότητα ανόδου της μεταβλητότητας και των spreads. Η συνολική εικόνα τους είναι οριακά θετική (σε σχέση με τα κρατικά).
- Στο στάδιο αυτό τόσο οι γερμανικές όσο και οι αμερικανικές αποδόσεις** συνεχίζουν να εμπεριέχουν ένα σημαντικό ασφάλιστρο κινδύνου που συνδέεται με τις εμμένουσες διαρθρωτικές αβεβαιότητες καθιστώντας τα ομόλογα ακριβά αλλά και δύσκολα προβλέψιμα. Η τεχνική εικόνα διαμορφώνεται ουδέτερη στις ΗΠΑ και οριακά αρνητική στην Γερμανία. Η οικονομική επιδείνωση στην ευρωζώνη αλλά και οι πρόσφατες πτωτικές τάσεις στις τιμές των ομολόγων αναβαθμίζουν την εικόνα των γερμανικών ομολόγων σε οριακά αρνητική, ενώ στις ΗΠΑ παραμένει αρνητική.

Μεταβολές Αποδόσεων – Ισολογισμού της FED



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Εταιρικά Spreads & Μετοχική Μεταβλητότητα

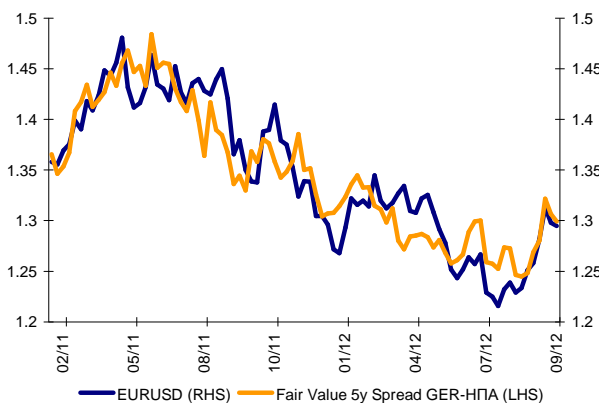


Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Αγορά Συναλλάγματος

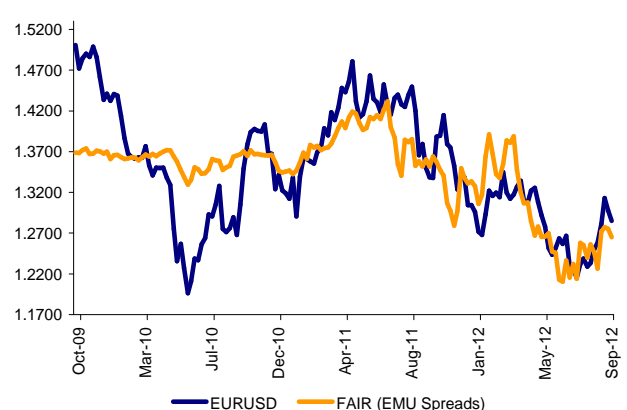
- Η ισοτιμία EURUSD, αντέδρασε έντονα από τα χαμηλά του Ιουλίου** ως συνέπεια των ανακοινώσεων Draghi, της επακόλουθης σημαντικής μείωσης των ευρωπαϊκών περιφερειακών spreads, αλλά και των ενεργειών της FED οι οποίες «κατά κανόνα» είναι αρνητικές για το δολάριο. Όπως αναφέραμε και στην αρχή οι παρεμβάσεις της ΕΚΤ όπως διαμορφώνονται είναι πολύ σημαντικές και προσφέρουν μεσοπρόθεσμη στήριξη στο ευρώ. Όμως για σταθεροποίηση και μόνιμη μεταστροφή της πτωτικής του τάσης, αναγκαίες είναι και πολιτικές αποφάσεις, που θα οδηγήσουν σε ουσιαστικότερη δημοσιονομική ενοποίηση. Πέρα από την πολιτική διάσταση, τα οικονομικά δεδομένα συνεχίζουν να είναι υποστηρικτικά του δολαρίου έναντι του ευρώ. Έτσι, ενώ η οικονομία των ΗΠΑ είναι πιθανό να εξέρχεται από μια περίοδο επιβράδυνσης, έστω προς μια ισορροπία ήπιας ανάπτυξης, η οικονομία της Ευρωζώνης παραμένει σε μια τροχιά κυκλικής επιδείνωσης η οποία αναμένεται να προκαλέσει εκ νέου πιέσεις στην ισοτιμία EURUSD. Στο στάδιο αυτό στα 1,2850 η ισοτιμία θεωρείται δίκαια αποτιμημένη σε σχέση με τα spreads των αμερικανικών και γερμανικών ομολογιακών αποδόσεων και οριακά μόνο ακριβή σε σχέση με τα spreads των γερμανικών ομολόγων έναντι των ομολόγων της υπόλοιπης ΕΖ. Όπως έχουμε αναφέρει και στο παρελθόν, η ισοτιμία παραμένει σημαντικά υπερτιμημένη σε σχέση με διαφορές στην μεταποιητική δραστηριότητα, το εμπορικό έλλειμμα και την νομισματική ανάπτυξη.
- Η παρέμβαση της ΕΚΤ με τις απευθείας αγορές ομολόγων, προσφέρει σημαντική μεσοπρόθεσμη προστασία** στην περιοχή του 1,20 και ο κίνδυνος τώρα βρίσκεται στην μη πολιτική αξιοποίηση της παρέμβασης αυτής. Για τους επομένους 3-4 μήνες αναμένουμε διακύμανσης εντός του εύρους 1,2030 – 1,3450. Αναμένουμε σημαντική βραχυπρόθεσμη στήριξη στην περιοχή του 1,2700 και αντίσταση στο 1,3050. Μια ανοδική διάσπαση θα μπορούσε να έλθει ως αποτέλεσμα αλλαγής του πολιτικού κλίματος με κινήσεις βαθύτερης ενοποίησης η/και ταχύτερη ευρωπαϊκή ανάκαμψη, ενώ μια καθοδική ως αποτέλεσμα ταχύτερης ανάκαμψης στις ΗΠΑ, σημαντικών καθυστερήσεων υπαγωγής της Ισπανίας (και της Ιταλίας ίσως) σε κάποιο είδος μηχανισμού και μιας γενικότερης πολιτικής αδυναμίας αξιοποίησης των ενεργειών της ΕΚΤ. Διατηρούμε τον 12-μηνο στόχο μας στο 1,19. *Σημειώνουμε ότι από πολύ αρνητική, η τεχνική εικόνα διαμορφώνεται σε ουδέτερη με αρνητική προδιάθεση ενώ έχει καλυφτεί εν μέρει μόνο η μεγάλη απόκλιση της ισοτιμίας από μετρήσεις δίκαιης τιμής.*

EURUSD, Spread 5-ετών Ομολόγων Γερμ.-ΗΠΑ



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

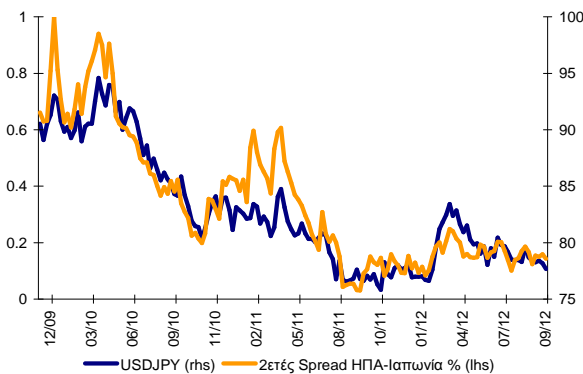
EURUSD & Spreads Ευρωζώνης



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

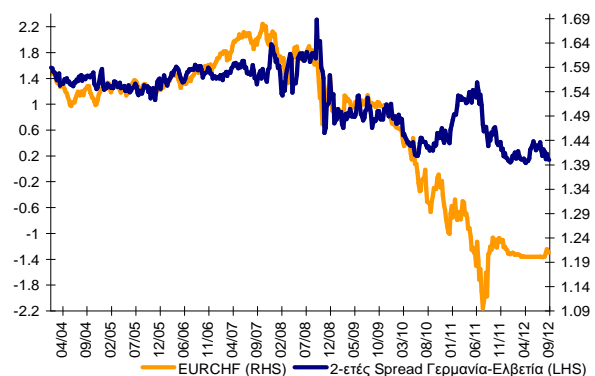
- Το ιαπωνικό γεν εμφανίστηκε κατά τους καλοκαιρινούς μήνες ενδυναμωμένο έναντι του δολαρίου κατά περίπου 3%** παρά την σημαντική βελτίωση του επενδυτικού κλίματος. Οι πολιτικές της ποσοτικής χαλάρωσης της Ιαπωνίας δεν μπόρεσαν να αποτελέσουν αντίβαρο στις αντίστοιχες των ΗΠΑ αλλά και στις αβεβαιότητες για την παγκοσμία ανάπτυξη (κυρίως στην Κίνα) και τις γεωπολιτικές ανησυχίες που απορρέουν από τις πρόσφατες διεκδικήσεις των νησιών στο Ανατολικό Κινεζικό Πέλαγος. Παράλληλα τα οικονομικά στοιχεία παραμένουν απογοητευτικά με το εμπορικό ισοζύγιο να παραμένει σε έλλειμμα, την βιομηχανική παραγωγή πτωτική, και τον πληθωρισμό αρνητικό σε ετήσια βάση. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας έχοντας θέσει ως στόχο έναν ετήσιο ρυθμό για τον πληθωρισμό στο 1% έχει κάθε κίνητρο να παρέμβει ενάντια σε όποια τάση ενδυνάμωσης του γεν, αλλά η έως τώρα ενέργειες της δεν επαρκούν καθώς οι παραπάνω παράγοντες συνεχίζουν να πιέζουν την ισοτιμία USDJPY προς τα κάτω. Πίσω από την ενδυνάμωση αυτή του γεν μπορούμε να ανιχνεύσουμε μια οριακή μόνο συρρίκνωση των διετών spreads ΗΠΑ-Ιαπωνίας. Η γενική εντύπωση όμως είναι ότι η ισοτιμία αρχίζει να εισέρχεται σε επίπεδα όπου το γεν είναι ακριβό τόσο σε σχέση με τις διαφορές αποδόσεων ΗΠΑ-Ιαπωνίας αλλά και με άλλες αγορές και οικονομικά μεγέθη. Η βραχυπρόθεσμη τάση της ισοτιμίας παραμένει πτωτική, και μια κίνηση προς τα χαμηλά του 76 θα ήταν πιθανή (σε περίπτωση απουσίας παρέμβασης της κεντρικής τράπεζας). Συνολικά όμως, μια διατήρηση της κυκλικής υπεροχής ΗΠΑ-Ιαπωνίας αλλά και οι πολιτικές των κεντρικών τραπεζών θα συνηγορούσαν σε ανοδικές τάσεις στην ισοτιμία. **Σε ετήσιο οριζόντα διατηρούμε τον στόχο μας στο 82,50.**
- Η ανακούφιση των αγορών σε σχέση με την κρίση στην Ευρωζώνη απεικονίστηκε στην άνοδο της ισοτιμίας EURCHF κατά 1,5%** στο 1,2180 για να υποχωρήσει πρόσφατα στα 1,2085. Τα νέα μέτρα της ΕΚΤ αναμένεται να αφαιρέσουν το μεγαλύτερο μέρος των ανοδικών πιέσεων στο ελβετικό φράγκο μειώνοντας σημαντικά τις ανησυχίες για πτωτική μετατόπιση της τιμής στόχου της Τράπεζας της Ελβετίας (SNB). Παράλληλα τα οικονομικά δεδομένα, παραμένουν αρνητικά. Ο πληθωρισμός εάν και έχει σημειώσει άνοδο παραμένει αρνητικός στο -0,5%, ο δείκτης PMI της μεταποίησης σημείωσε σημαντική πτώση στο 46,7 ενώ αρνητική ήταν και η ανάπτυξη για το 2^ο τρίμηνο (-0,1%). Τα συναλλαγματικά αποθέματα ανήρθαν κατά 12 δις «μόνο» τον Αύγουστο μετά την εισροή των 59 δις CHF του Ιουλίου. Σύμφωνα με πρόσφατες δηλώσεις του προέδρου της SNB το ελβετικό φράγκο είναι υπερτιμημένο και αναμένεται διατήρηση του ορίου του 1,20 για ένα μακρύ χρονικό διάστημα.

USDJPY – 2ετές spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

EURCHF-2ετές spread Γερμανίας-Ελβετίας

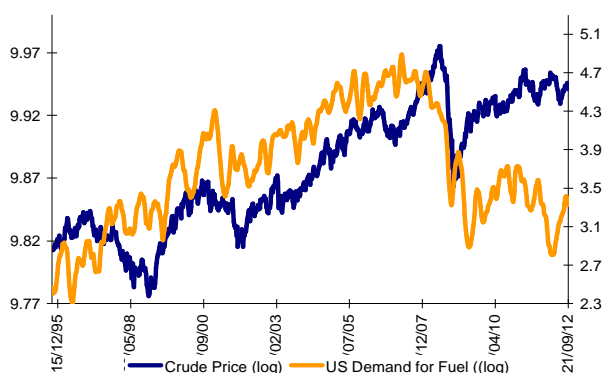


Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Εμπορεύματα

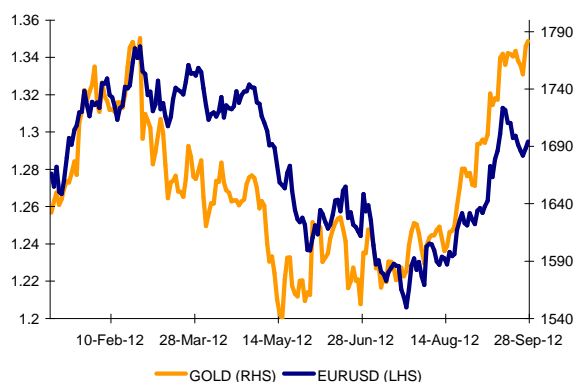
- Τα εμπορεύματα σημείωσαν σημαντική άνοδο από την αρχή του Ιουνίου**, πρωτίστως εξαιτίας της βελτίωσης του κλίματος στην Ευρωζώνη και δευτερευόντως λόγω της ανακοίνωσης των μέτρων ποσοτικής χαλάρωσης από την FED. Η αγορά θα συνεχίσει να επικεντρώνεται στα θέματα της Ευρωζώνης και την ανάπτυξη στις ΗΠΑ, αλλά στο στάδιο αυτό σημαντική παράμετρος αναμένεται να αναδειχτεί η Κίνα και το ύψος των ανακοινώσεων που θα προκύψουν μετά την αλλαγή της ηγεσίας στην αρχή του Νοεμβρίου. Δεδομένων των ανησυχιών για την κινεζική ανάπτυξη που πρόσφατα έχουν ενσωματωθεί στις αγορές η πιθανότητα μιας μεσοπρόθεσμης θετικής έκπληξης είναι σημαντική. *Συνολικά τα εμπορεύματα παραμένουν σχετικά ακριβά δεδομένης της δυναμικής της παγκόσμιας οικονομίας με τα κυκλικά μέταλλα να παρουσιάζουν την μικρότερη υπερτίμηση και τα πολύτιμα μέταλλα την μεγαλύτερη.* Βέβαια σε σχέση με τα τελευταία, η επέκταση των απεργιών στα ορυχεία της Ν. Αφρικής αποτελεί έναν εξωγενή παράγοντα που θα μπόρεσε να συνεχίσει να στηρίζει τις τιμές σε υψηλά επίπεδα.
- Η τιμή του πετρελαίου (αργού) κατέγραψε μια εντυπωσιακή άνοδο** της τάξης του 29%, παράλληλα με την άνοδο του EURUSD προς το 1,31, για να υποχωρήσει την τελευταία εβδομάδα εξίσου έντονα από τα \$100 στα \$90 δολάρια παράλληλα με τις ανησυχίες για την οικονομία στην Κίνα αλλά και λόγω της αβεβαιότητας για το εάν η Ισπανία θα ενταχθεί σε μηχανισμό στήριξης. Αν και ανακοίνωση ενός Κινεζικού πακέτου στήριξης θα μπορούσε να λειτουργήσει έτσι ώστε το αργό να επαναπροσεγγίσει την περιοχή του \$100, η ευρύτερη παγκόσμια οικονομική δυναμική, η εμμένουσα κρίση του ευρώ αλλά και η συσχέτιση με την ζήτηση για καύσιμα (καθοδική) και την παραγωγή πετρελαίου (ανοδική) θα συνηγορούσαν σε μια σημαντικά χαμηλότερη τιμή γύρω στα \$80. Συνολικά, η τιμή του πετρελαίου θεωρείται υψηλή τόσο σε σχέση με τα οικονομικά δεδομένα όσο και με την δυναμική της προσφοράς και ζήτησης, ενσωματώνοντας ίσως ένα πολύ υψηλό γεωπολιτικό premium. *Η τεχνική εικόνα της τιμής του πετρελαίου μεταβάλλεται σε ουδέτερη με αρνητική προδιάθεση και η συνολική μας άποψη σε αρνητική.*
- Η τιμή του χρυσού έχει σημειώσει άνοδο 16% από τα χαμηλά του Μαΐου** καθώς μια σειρά από κεντρικές τράπεζες (ΗΠΑ, ΕΖ, Ιαπωνία, Κίνα) εξέπληξαν θετικά στην παροχή ρευστότητας. Η τεχνική εικόνα είναι σημαντικά θετική αλλά βραχυπρόθεσμα υπερ-αγορασμένη. Σύμφωνα με τις προσδοκίες μας για εκ νέου υποχώρηση του ευρώ με παράλληλη σταθεροποίηση της οικονομίας των ΗΠΑ, περαιτέρω σημαντικά κέρδη θεωρούνται δυσκολότερα καθώς η τιμή του χρυσού συνεχίζει να υπερβάλλει σύμφωνα μια σειρά από θεμελιώδη (δημοσιονομικά ελλείμματα, προσφορά χρήματος, πληθωρισμός, επιτόκια, δολάριο). *Από τεχνικής άποψης όμως, μια σταθεροποίηση πάνω από τα 1800 θα αύξανε την πιθανότητα για μια σημαντική περαιτέρω άνοδο πάνω από τα \$2000. Συνεχίζουμε να διατηρούμε ουδέτερη άποψη.*

Τιμή Πετρελαίου & Ζήτηση για Καύσιμα



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Χρυσός & EURUSD



Source: Bloomberg, Piraeus Bank Research

Economic Analysis & Markets Division

Lekkos Ilias	Chief Economist	2103288120	Lekkosi@piraeusbank.gr
Greek Economy			
Staggel Irini	Economist	2103288192	Staggelir@piraeusbank.gr
Kefalas Konstantinos	Junior Economist	2103739369	Kefalask@piraeusbank.gr
Developed Economies			
Patikis Vassilis	Head of Developed Markets	2103288855	Patikisv@piraeusbank.gr
Polychronopoulos Dionysis	Economic Analyst	2103288694	Polychronopoulosd@piraeusbank.gr
Developing Markets			
Rotsika Dimitria	Junior Economist	2103288365	Rotsikad@piraeusbank.gr
Sectoral Studies			
Dagalidis Athanasios	Senior Economist	2310293564	Athanasios.Dagalidis@piraeusbank.gr
Vlachou Paraskevi	Economic Analyst	2103335631	VlachouPar@piraeusbank.gr
Fragoulidou Ifigenia	Junior Economist	2310293403	a313@piraeusbank.gr
Secretary			
Papioti Liana	Secretary	2103288187	PapiotiE@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 ανακύπτουν 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.