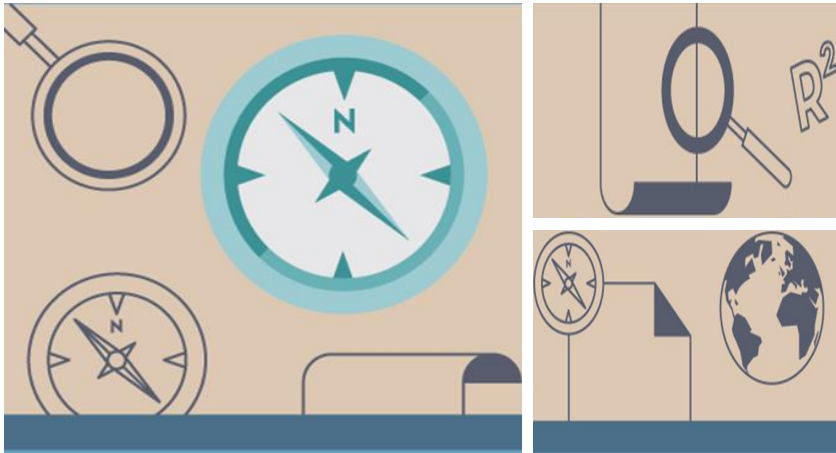


Navigator



Διεθνείς Αγορές & Επενδυτική Στρατηγική

α' τρίμηνο 2019

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ



Η παρούσα ανάλυση συνιστά ενημερωτική παρουσίαση των διεθνών αγορών και της επενδυτικής στρατηγικής, αφορά στο χρονικό διάστημα για το οποίο αυτή έχει συνταχθεί από τα στελέχη της Τραπέζης και παρατίθεται για πληροφοριακούς και μόνον λόγους. Τα δεδομένα που περιλαμβάνονται σε αυτήν, οι απόψεις, οι τιμές, τα ποσά ή/και επιτόκια καθώς και κάθε προφορική ή γραπτή ανάλυση είναι ενδεικτικές, αντανακλούν καλόπιστα γενόμενες παραδοχές και εκτιμήσεις μας, όπως και τη διαθέσιμη σε μας πληροφόρηση για τα σχετικά δεδομένα της αγοράς, έχουν ληφθεί από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες και έχει καταβληθεί κάθε δυνατή επιμέλεια για την ορθή επεξεργασία τους, ωστόσο, δεν έχουν επαληθευτεί από την Τράπεζα, δεν παρέχεται καμία εγγύηση, ρητή ή σιωπηρή, για την ακρίβεια, πληρότητα ή εγκυρότητά τους και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν προσφορά για κατάρτιση συναλλαγών επ' αυτών. Ως εκ τούτου, δεν παρέχουμε οποιαδήποτε διαβεβαίωση, ότι οι παραδοχές και εκτιμήσεις μας είναι οι μόνες σωστές, ή ότι η διαθέσιμη σε μας πληροφόρηση είναι πλήρης και ακριβής.

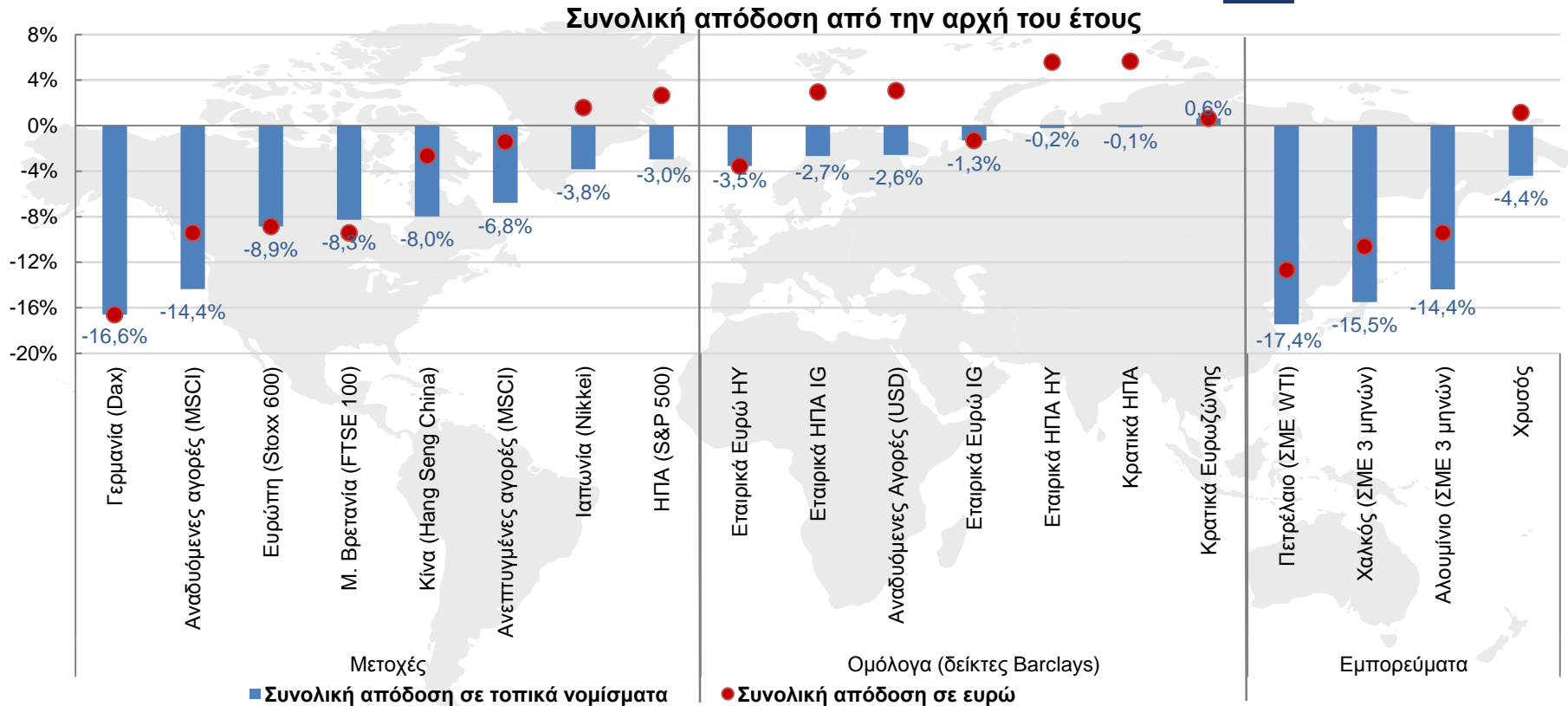
Οι απόψεις, που διατυπώνονται στην παρούσα, ισχύουν κατά τη χρονική στιγμή εκδόσεως αυτής, αποτελούν δε προσωπικές εκτιμήσεις των αντίστοιχων αναλυτών της Τραπέζης και προς τούτο υπόκεινται σε αναπροσαρμογή, χωρίς οποιαδήποτε προειδοποίηση, ανάλογα με τις εκάστοτε ισχύουσες συνθήκες της αγοράς. Οι πληροφορίες που περιέχονται στο παρόν, δεν παρέχονται υπό τη μορφή επενδυτικής συμβουλής ή συστάσεως και ως εκ τούτου δεν έχουν ληφθεί υπόψη παράγοντες όπως, η γνώση, η εμπειρία, η χρηματοοικονομική κατάσταση και οι επενδυτικοί στόχοι και δεν έχουν ελεγχθεί για πιθανή φορολόγηση του εκδότη στην πηγή ούτε και για άλλη, περαιτέρω, φορολογική συνέπεια εκ της συμμετοχής σ' αυτά, τόσο δε η Τράπεζα όσο και οι διευθυντές, τα στελέχη και οι εργαζόμενοι σε αυτή δεν φέρουν καμία ευθύνη για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση απώλεια ή ζημία που μπορεί να προκύψει από τη χρήση του παρόντος εντύπου.

Τα δεδομένα της παρούσης ανάλυσεως δεν συνιστούν εγγύηση ή ένδειξη για την μελλοντική απόδοση οποιουδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου, ισοτιμίας, νομίματος ή άλλου εμπορικού ή οικονομικού παράγοντας, την πραγματοποίηση αποδόσεων επί του εκάστοτε διαμορφούμενου επενδυτικού χαρτοφυλακίου ούτε επί των επιμέρους διαλαμβανόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων και ως εκ τούτου η Τράπεζα ή/και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα δεν ευθύνονται για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση ζημία απορρέουσα από την χρήση των παραπάνω στοιχείων. Απαγορεύεται η αναπαραγωγή, αντιγραφή, επανεκτύπωση ή μετάδοση του παρόντος εντύπου για οποιοδήποτε σκοπό, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια του εκδότη ως δικαιούχου των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας επ' αυτού.

Εάν έχετε λάβει το παρόν έντυπο εκ παραδρομής ή δεν είστε ο παραλήπτης στον οποίο απευθύνεται απαγορεύεται σε κάθε περίπτωση, αμέσως ή εμμέσως και για οποιονδήποτε σκοπό να χρησιμοποιήσετε, αναπαραγάγετε, τυπώσετε, διανείμετε, μεταδώσετε ή αντιγράψετε μέρος ή το σύνολο αυτού ή συνημμένα σε αυτό έγγραφα.

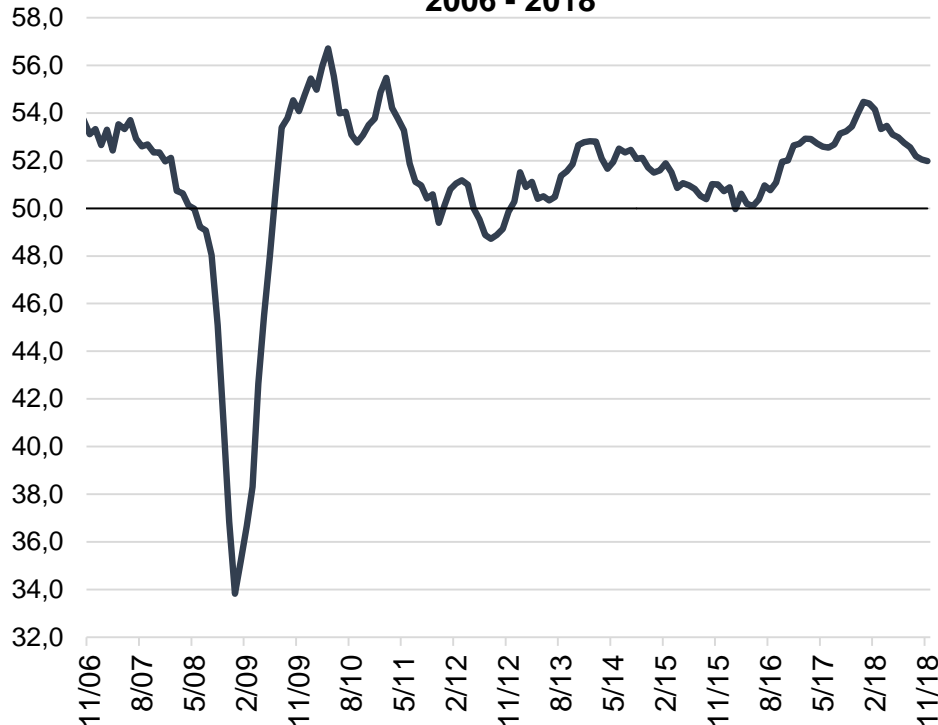
Η παρούσα ανάλυση δεν συνιστά έρευνα στον τομέα των επενδύσεων κατά την έννοια της ισχύουσας νομοθεσίας και ως εκ τούτου δεν έχει συνταχθεί σύμφωνα ούτε τηρεί τις απαιτήσεις του νόμου για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων.

- ❑ Τα κυριότερα χαρακτηριστικά του νέου επενδυτικού τοπίου που διαμορφώθηκε το έτος που ολοκληρώνεται, ήταν η αυξημένη μεταβλητότητα και οι αρνητικές αποδόσεις στο μεγαλύτερο εύρος των επενδυτικών κατηγοριών συγκριτικά με την ιδιαίτερα ευνοϊκή εικόνα του 2017. Το ανωτέρω σκηνικό προσδιορίζεται κυρίως από τη σταδιακά αυστηρότερη πολιτική κύριων Κεντρικών Τραπεζών που έχει ως αποτέλεσμα την επαναξιολόγηση της ελκυστικότητας επενδυτικών κατηγοριών, καθώς και από τον προβληματισμό για γεωπολιτικές εξελίξεις και τις επιπτώσεις τους στην πραγματική οικονομία. Η προοπτική της νομισματικής πολιτικής των κυριότερων Κεντρικών Τραπεζών, οι πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη (Brexit, ευρωεκλογές το Μάιο 2019, κ.λ.π.), καθώς και οι πολιτικές επιλογές του Προέδρου των ΗΠΑ αναμένεται να συνεχίσουν να αποτελούν βασικούς προσδιοριστικούς παράγοντες της πορείας των διεθνών αγορών και θα μπορούσαν να προκαλέσουν τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα ενίσχυση της νευρικότητας, συχνές εναλλαγές κατεύθυνσης κατηγοριών επενδύσεων και επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος.
- ❑ Εκτιμούμε ως πιθανότερο ενδεχόμενο ότι θα αποφευχθεί ένας διευρυμένος ‘εμπορικός πόλεμος’ ΗΠΑ-Κίνας, χωρίς να αναμένουμε πλήρη ομαλοποίηση των εμπορικών διαξιφισμών. Η δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας εκτιμούμε ότι θα παρουσιάσει μικρή επιβράδυνση, καθώς ο ρυθμός ανάπτυξης σε ορισμένες κύριες οικονομίες φαίνεται να έχει κορυφωθεί και να έχουν εισέλθει σε στάδιο ωρίμανσης συνδυαστικά με τις αρνητικές επιπτώσεις που έχουν τα μέτρα προστατευτισμού που υιοθετήθηκαν για το διεθνές εμπόριο. Η οικονομία των ΗΠΑ, ακολουθώντας την ευρωπαϊκή και την κινεζική, παρουσιάζει ενδείξεις επιβράδυνσης της ισχυρής δυναμικής της, ωστόσο ο κίνδυνος ύφεσης, για το προσεχές έτος, θεωρείται περιορισμένος. Ο ανοδικός κύκλος των επιτοκίων της Fed φαίνεται να ολοκληρώνεται περί τα μέσα του 2019 ενώ η διαδικασία ομαλοποίησης της ιδιαίτερα επεκτατικής πολιτικής λοιπών κεντρικών τραπεζών (ΕΚΤ, Τράπεζα της Αγγλίας, Τράπεζα της Ιαπωνίας) αναμένεται να είναι ιδιαίτερα ήπια.
- ❑ Σε στάδιο ωρίμανσης του αναπτυξιακού κύκλου, ήπιων πληθωριστικών τάσεων, αυξημένης αβεβαιότητας και χαμηλότερων προσδοκώμενων αποδόσεων ενισχύονται η ανάγκη για ποιοτικότερες επενδυτικές επιλογές, ενεργητική διαχείριση, παγκόσμια διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου, αναζήτηση κλαδικών και θεματικών επιλογών που ευνοούνται από την τρέχουσα συγκυρία.

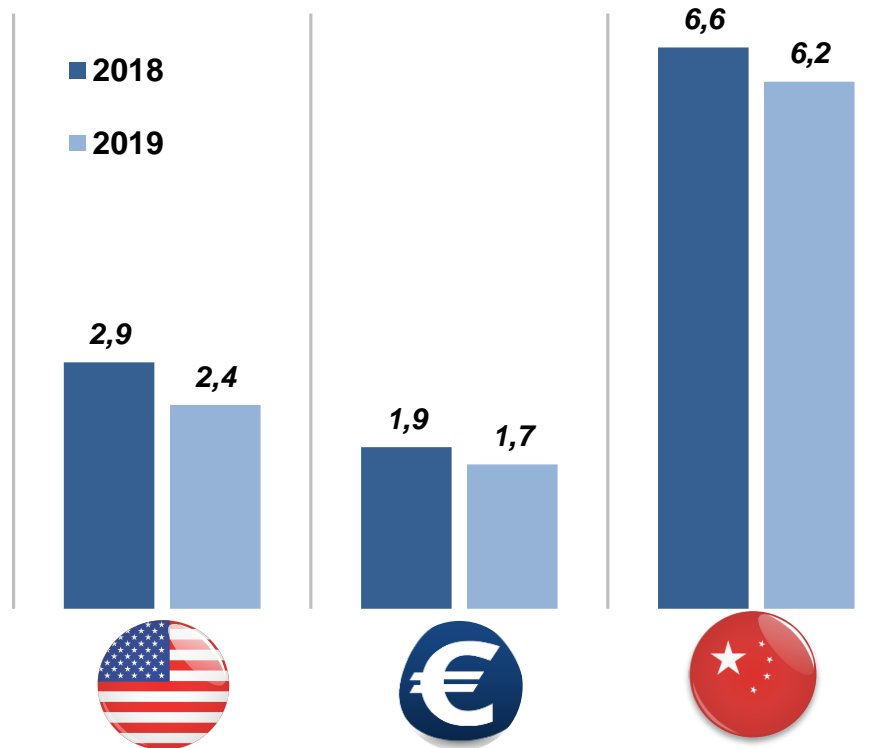


- ▶ Η ανησυχία για τις επιπτώσεις των μέτρων προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο και για επιβράδυνση της ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας επηρέασαν καθοδικά τις μετοχικές αγορές.
- ▶ Η ενίσχυση της ζήτησης για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου και η αναθεώρηση της προοπτικής αυξήσεων των επιτοκίων της Fed για το 2019 μετά την πρόσφατη αναφορά του Προέδρου της ευνοήσαν τις τιμές κρατικών ομολόγων.
- ▶ Η τιμή του πετρελαίου κατέγραψε σημαντική πτώση το δ' τρίμηνο (30% περίπου) λόγω των ανησυχιών για υπερπροσφορά πετρελαίου.
- ▶ Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο υποχώρησε στις 12 Νοεμβρίου σε χαμηλό (\$1,1216) από τον Ιούνιο 2017, κυρίως λόγω ανησυχιών για τις πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη (δημοσιονομική κατάσταση Ιταλίας, Brexit, διαδηλώσεις στη Γαλλία).

Παγκόσμιος δείκτης μεταποίησης PMI, 2006 - 2018



Ρυθμός ανάπτυξης οικονομίας (%)

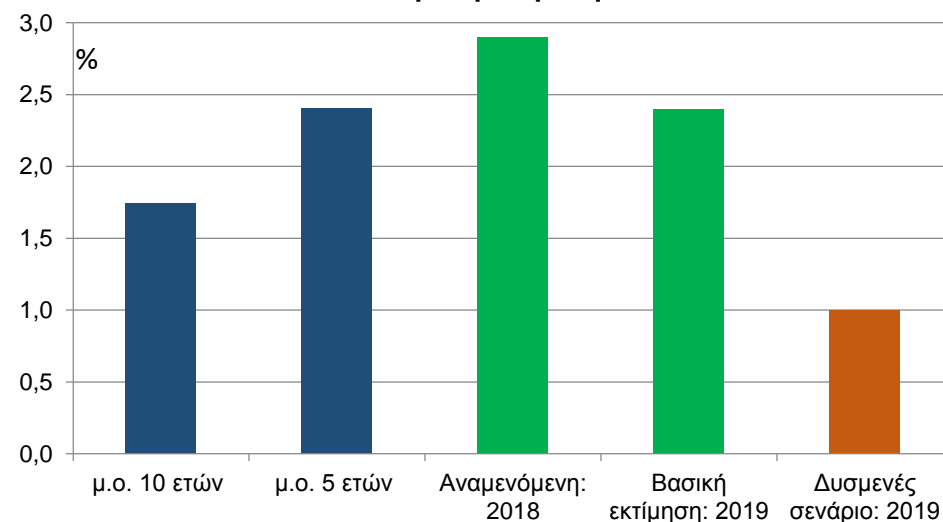


- ▶ Η προοπτική της παγκόσμιας οικονομίας διατηρείται ισχυρή παρά την επιβράδυνση που παρουσιάζει ο ρυθμός οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, στην Ιαπωνία και ορισμένες αναδυόμενες αγορές.
- ▶ Τα στοιχεία για το δείκτη μεταποίησης καταδεικνύουν επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας το δ' τρίμηνο 2018.
- ▶ Η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας δεν είναι τόσο συγχρονισμένη όσο ήταν το 2017 και έχουν αυξηθεί οι καθοδικοί κίνδυνοι.
- ▶ Ο ρυθμός ανάπτυξης των ανεπτυγμένων οικονομιών φαίνεται να κορυφώνει το τρέχον έτος.

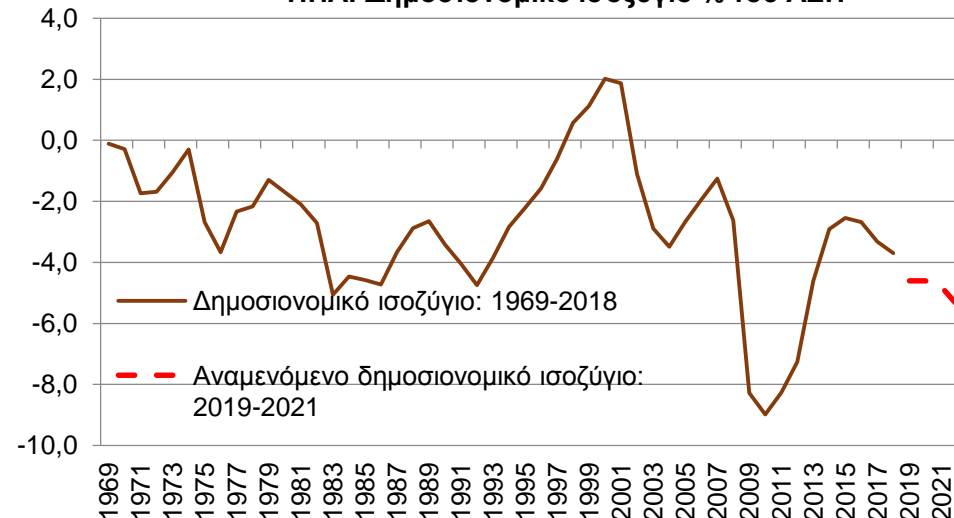
Ισχυρή η ανάπτυξη το 2018 στις ΗΠΑ, ηπιότερη αναπτυξιακή δυναμική το 2019

- ▶ Το ΑΕΠ στις ΗΠΑ έχει ενισχυθεί σε ετήσια βάση κατά μέσο όρο στα τρία τρίμηνα του 2018 κατά 2,8%, υπερβαίνοντας το δυνητικό (εκτίμηση Fed: 1,8%). Στις περιπτώσεις που η αύξηση του ΑΕΠ υπερβαίνει σημαντικά το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης, όπως το 2018, συνηθίζεται το επόμενο έτος να καταγράφεται σημαντική υποχώρηση της αναπτυξιακής δυναμικής. Υπό αυτό το πρίσμα, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2019 αναμένεται να είναι ηπιότερος του 2018, με σημαντικούς καθοδικούς κινδύνους.
- ▶ Παρά τους καθοδικούς κινδύνους, ο πρόδρομος οικονομικός δείκτης εξακολουθεί να εμφανίζει σε ετήσια βάση τον Οκτώβριο αύξηση μεγαλύτερη (5,9%, Σεπτέμβριος: 7,2%) του ιστορικού μ.ο. (2,5%), παρέχοντας θετική ένδειξη για την οικονομική δραστηριότητα.
- ▶ Το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να προσεγγίσει την περιοχή του 5% το 2019-2021. Στα τελευταία 50 έτη, όταν ο ετήσιος ρυθμός αύξησης ΑΕΠ ήταν υψηλότερος του μ.ο. 50-ετίας (2,8%), το δημοσιονομικό έλλειμμα ήταν συνήθως χαμηλότερο (μ.ο.: -2,3% ΑΕΠ), έναντι των ετών με ηπιότερη ανάπτυξη (μ.ο.: -3,2% ΑΕΠ). Το 2018 είναι έτος με υψηλότερη ανάπτυξη του μακροχρόνιου μ.ο., γεγονός που πιθανόν καθιστά υπερβολική την καταγραφή ελλείμματος πλησίον του 4% του ΑΕΠ. Η δυνατότητα χρήσης δημοσιονομικής επέκτασης για στήριξη της οικονομίας σε περίπτωση ανάγκης, εμφανίζεται περιορισμένη.

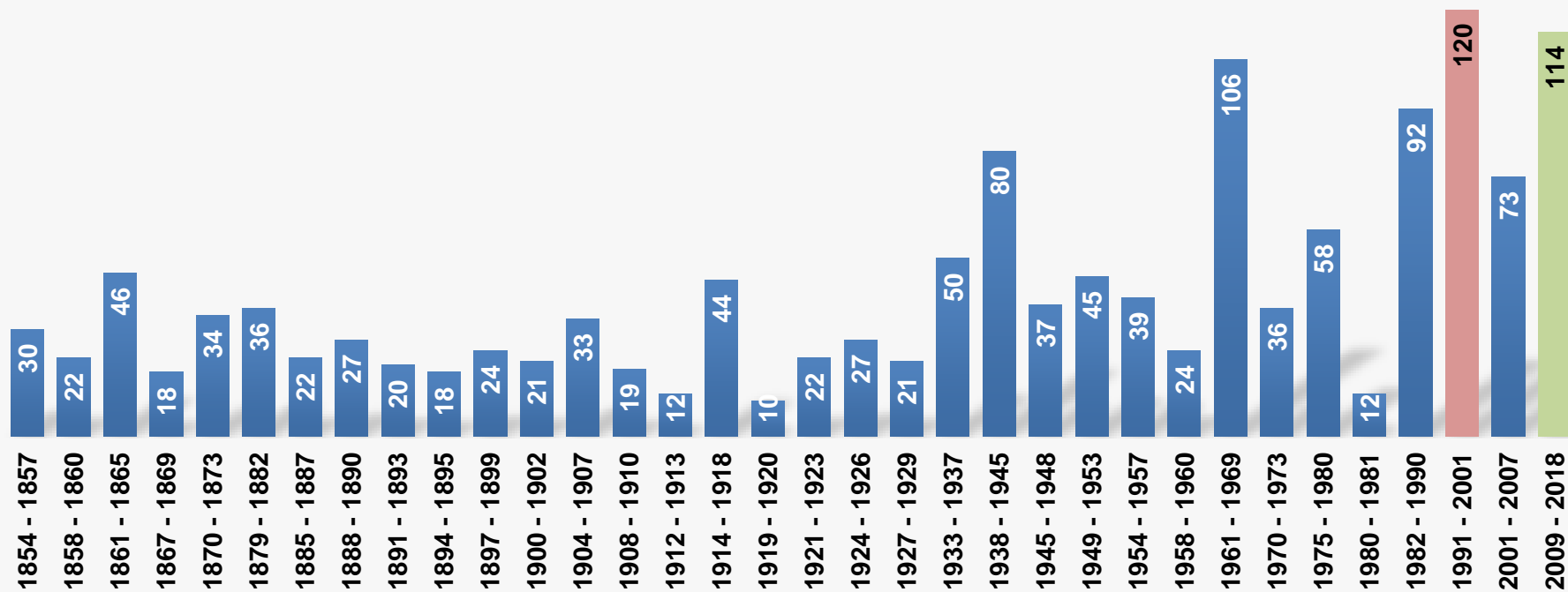
ΗΠΑ: Ετήσια μεταβολή ΑΕΠ



ΗΠΑ: Δημοσιονομικό ισοζύγιο % του ΑΕΠ



Διάρκεια σε μήνες σταδίου ανάπτυξης οικονομίας των ΗΠΑ, 1854 - 2018

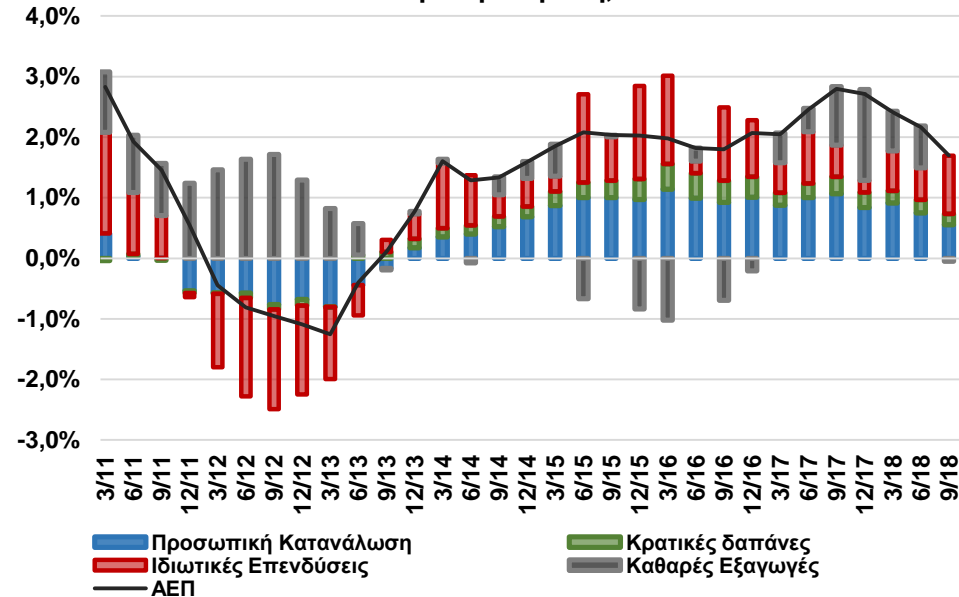


- ▶ Η οικονομία των ΗΠΑ διανύει τη δεύτερη μεγαλύτερη χρονικά περίοδο ανάπτυξης, το οποίο καταδεικνύει μάλλον ότι βρίσκεται στο τελευταίο στάδιο της ανάπτυξής της.
- ▶ Η μεγαλύτερη περίοδος ανάπτυξης ήταν τα έτη 1991-2001 (10 συνεχόμενα έτη).
- ▶ Παρά το γεγονός ότι έχει ενισχυθεί η ανησυχία ότι η οικονομία των ΗΠΑ ενδέχεται να εισέλθει σε ύφεση τους επόμενους 12 -18 μήνες, τα περισσότερα οικονομικά υποδείγματα καταδεικνύουν χαμηλή πιθανότητα ύφεσης τουλάχιστον για το επόμενο έτος.
- ▶ Σε περίπτωση που το 2019 η οικονομία των ΗΠΑ είναι σε ανάπτυξη, ο αναπτυξιακός κύκλος θα είναι σε διάρκεια ο μεγαλύτερος ιστορικά.

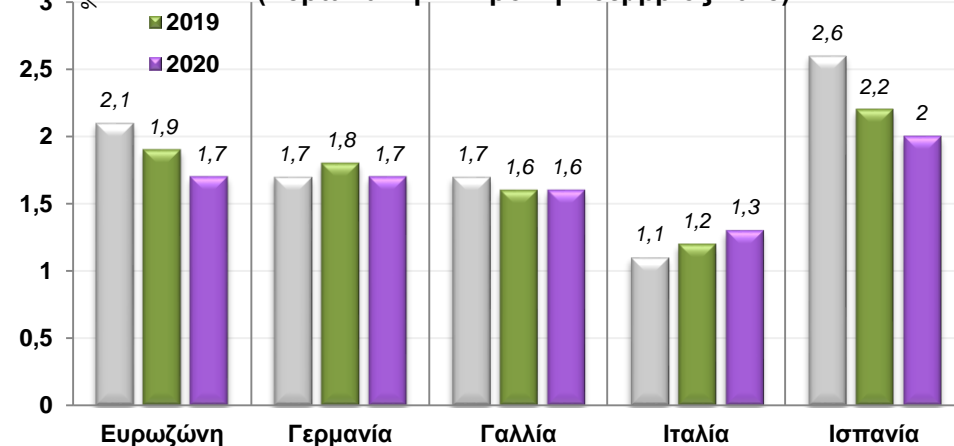
Μεγαλύτερη της αρχικά εκτιμώμενης η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης της Ευρωζώνης

- ▶ Η επιδείνωση των μακροοικονομικών στοιχείων στην Ευρωζώνη διατηρήθηκε το δ' τρίμηνο, καταδεικνύοντας ότι ο ρυθμός ανάπτυξης τον τρέχον έτος θα είναι ηπιότερος από ό,τι αρχικά αναμενόταν.
- ▶ Ο δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης παρουσίασε το Νοέμβριο υποχώρηση για εντέκατο συνεχόμενο μήνα, καταγράφοντας χαμηλό (109,5) από το Μάιο 2017, παραμένοντας ωστόσο υψηλότερα του μέσου όρου πέντε ετών. Ο δείκτης μεταποίησης PMI διαμορφώθηκε το Δεκέμβριο σε χαμηλό (51,4) από το Φεβρουάριο 2016.
- ▶ Το 2017, η οικονομία παρουσίασε την ισχυρότερη ανάπτυξη (2,5%) από το 2007, λόγω της μεγαλύτερης θετικής επίπτωσης από το 2012 που είχαν οι καθαρές εξαγωγές (0,8%). Το 2018 η θετική επίπτωση των εξαγωγών έχει περιορισθεί περί το 0,4%, δικαιολογώντας εν μέρει την επιβράδυνση της ανάπτυξης. Το γ' τρίμηνο η συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών στο ΑΕΠ ήταν ελαφρώς αρνητική για πρώτη φορά από το δ' τρίμηνο 2015. Το 2019 η συνεισφορά των καθαρών εξαγωγών και των ιδιωτικών επενδύσεων εκτιμάται ηπιότερη, με το ρυθμό ανάπτυξης να αναμένεται στο 1,7%.
- ▶ Η Ε.Ε. αναθεώρησε καθοδικά τις προβλέψεις της για το ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας λόγω αύξησης καθοδικών κινδύνων που σχετίζονται με το διεθνές εμπόριο και την αύξηση της αβεβαιότητας. Οι πολιτικές εξελίξεις (Brexit, ευρωεκλογές Μάιος 2019) συνιστούν το σημαντικότερο κίνδυνο για την οικονομία.

ΑΕΠ ετήσια μεταβολή, 2011 - 2018



Προοπτική ΑΕΠ Ευρωζώνης (Ευρωπαϊκή Επιτροπή Νοέμβριος 2018)



- ▶ Η ανάπτυξη σε αναδυόμενες οικονομίες παρουσιάζει επιβράδυνση το 2018 κυρίως λόγω των αρνητικών επιπτώσεων που έχουν τα μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο, η ενίσχυση της μεταβλητότητας των νομισμάτων αναδυόμενων οικονομιών και η άνοδος των επιτοκίων δολαρίου.
- ▶ Οι πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, καταδεικνύουν επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης, με τις οικονομίες που εμφανίζουν υψηλά ελλείμματα (Τουρκία, Αργεντινή) να αντιμετωπίζουν σημαντικές προκλήσεις.
- ▶ Η πορεία των αναδυόμενων αγορών το 2019, θα εξαρτηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις εξελίξεις στις συζητήσεις ΗΠΑ-Κίνας για το διεθνές εμπόριο και από την αποτελεσματικότητα μέτρων δημοσιονομικής στήριξης που θα ανακοινώσει η Κίνα. Στο συνέδριο του Κομμουνιστικού Κόμματος της Κίνας το Μάρτιο 2019 εκτιμάται ότι θα ανακοινωθεί πρόγραμμα μείωσης της φορολογίας που θα αντιστοιχεί περίπου στο 1,5% του ΑΕΠ.
- ▶ Οι βασικότεροι παράγοντες που επηρεάζουν αναδυόμενες αγορές (μετοχές, ομόλογα) είναι η πορεία του δολαρίου, η μεταβλητότητα των αγορών, η προοπτική της παγκόσμιας οικονομίας και τα επιτόκια δολαρίου. Βραχυπρόθεσμα οι αναδυόμενες αγορές αναμένεται να διατηρηθούν υπό πίεση, λόγω της υψηλής μεταβλητότητας. Υπό την υπόθεση ότι η άνοδος των επιτοκίων του δολαρίου θα ολοκληρωθεί το 2019, τα μέτρα δημοσιονομικής στήριξης της Κίνας θα συμβάλουν στη σταθεροποίηση της παγκόσμιας οικονομίας, μεσοπρόθεσμα οι αναδυόμενες αγορές θα μπορούσαν να ανακάμψουν.

Μέτρα στήριξης της οικονομίας που ανακοίνωσε και εκτιμάται ότι θα ανακοινώσει το 2019 η Κίνα

- **Σεπτέμβριος 2018:** Μείωση φορολογίας εισοδήματος φυσικών προσώπων.
- **Οκτώβριος 2018:** Η Κεντρική Τράπεζα ανακοίνωσε πρόγραμμα παροχής ρευστότητας σε επιχειρήσεις.
- **Στη διάρκεια του έτους:** Μειώσεις του ελάχιστου απαιτούμενου ποσοστού διακράτησης διαθέσιμων (στο 14,5% από 17% το Δεκέμβριο 2017).
- **Εκτιμώμενο πρόγραμμα δημοσιονομικής στήριξης 2019:** Μείωση ΦΠΑ (εκτιμώμενη μείωση 2%) και φορολογικού συντελεστή επιχειρήσεων (εκτιμάται στο 23% από 25%). Μείωση ποσοστού εισφοράς κοινωνικής ασφάλισης. Αύξηση δαπανών σε υποδομές.

Βασικότεροι παράγοντες που προσδιορίζουν την πορεία αναδυόμενων αγορών

| | *Εκτιμώμενη επίπτωση σε αναδυόμενες αγορές (50% μετοχές - 50% ομόλογα) |
|---|--|
| Άνοδος δείκτη δολαρίου κατά 10% | -9% |
| Ενίσχυση μεταβλητότητας 10 μονάδες | -2,8% |
| Μείωση παγκόσμιου δείκτη μεταποίησης κατά 5 μονάδες | -12,6% |
| Άνοδος απόδοσης στη λήξη 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ κατά 100 μ.β. | -3% |

* Εκτιμώμενη επίπτωση βασίζεται σε οικονομετρικό υπόδειγμα με μηνιαίες παρατηρήσεις από τον Ιανουάριο 2015. Το υπόδειγμα ερμηνεύει το 61% της μεταβλητότητας των μηνιαίων μεταβολών των αναδυόμενων αγορών.

Κορύφωση ανάπτυξης

- Κρατικά ομόλογα υποχωρούν
- Μετοχές προσεγγίζουν την κορυφή
- Εμπορεύματα παρουσιάζουν περαιτέρω αύξηση

Ανάπτυξη

- Κρατικά ομόλογα παρουσιάζουν σταθεροποίηση
- Μετοχές παρουσιάζουν ενίσχυση
- Εμπορεύματα παρουσιάζουν αύξηση

Επιβράδυνση

- Κρατικά ομόλογα ανακάμπτουν
- Μετοχές παρουσιάζουν υποχώρηση
- Εμπορεύματα ξεκινούν να υποχωρούν

Στάδιο οικονομικού κύκλου και συμπεριφορά επενδυτικών κατηγοριών

Ανάκαμψη

- Κρατικά ομόλογα αυξάνονται
- Μετοχές παρουσιάζουν ανάκαμψη
- Εμπορεύματα ανακάμπτουν

Ύφεση

- Κρατικά ομόλογα αυξάνονται
- Μετοχές ολοκληρώνουν την πτώση
- Εμπορεύματα παρουσιάζουν πτώση

- ▶ Η καλύτερη χρονική περίοδος για τοποθετήσεις στις μετοχές θεωρείται όταν ολοκληρώνεται η περίοδος ύφεσης και η οικονομία εισέρχεται σε περίοδο ανάκαμψης.
- ▶ Τα κρατικά ομόλογα παρουσιάζουν την ευνοϊκότερη συμπεριφορά την περίοδο που εισέρχεται η οικονομία σε ύφεση.
- ▶ Οι τιμές εμπορευμάτων παρουσιάζουν σημαντική άνοδο συνήθως όταν έχει ενισχυθεί ο πληθωρισμός και η οικονομία βρίσκεται σε ισχυρή ανάπτυξη.

Η αξία του διαφοροποιημένου χαρτοφυλακίου

Εξέλιξη *μικτού χαρτοφυλακίου και δείκτη διαθεσίμων, 1998-2018



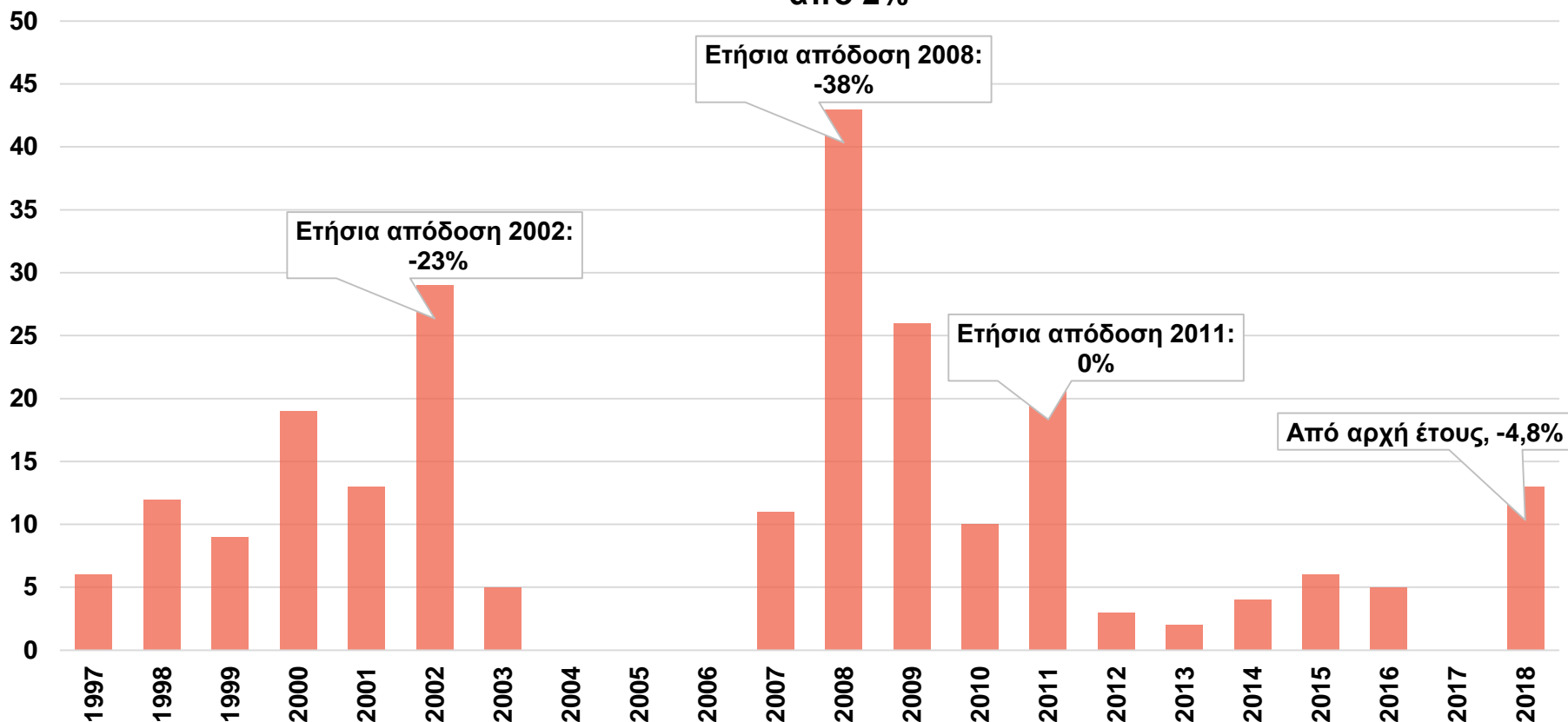
* 50% μετοχές (MSCI All Countries) και 50% ομόλογα (Barclays Aggregate), μηνιαία εξισορρόπηση σταθμίσεων. Δείκτης μετρητών \$ overnight (Barclays)

| | Ετήσια απόδοση ενός έτους | Μέση ετήσια απόδοση 3 ετών | Μέση ετήσια απόδοση 5 ετών | Μέση ετήσια απόδοση 10 ετών |
|---------------------------------|------------------------------|-------------------------------|-------------------------------|--------------------------------|
| Μικτό χαρτοφυλάκιο | -2,5% | 4,6% | 2,6% | 6,2% |
| Διαθέσιμα σε δολάρια ΗΠΑ | 1,8% | 1,0% | 0,7% | 0,4% |
| Διαθέσιμα σε ευρώ | -0,4% | -0,3% | -0,2% | 0,2% |

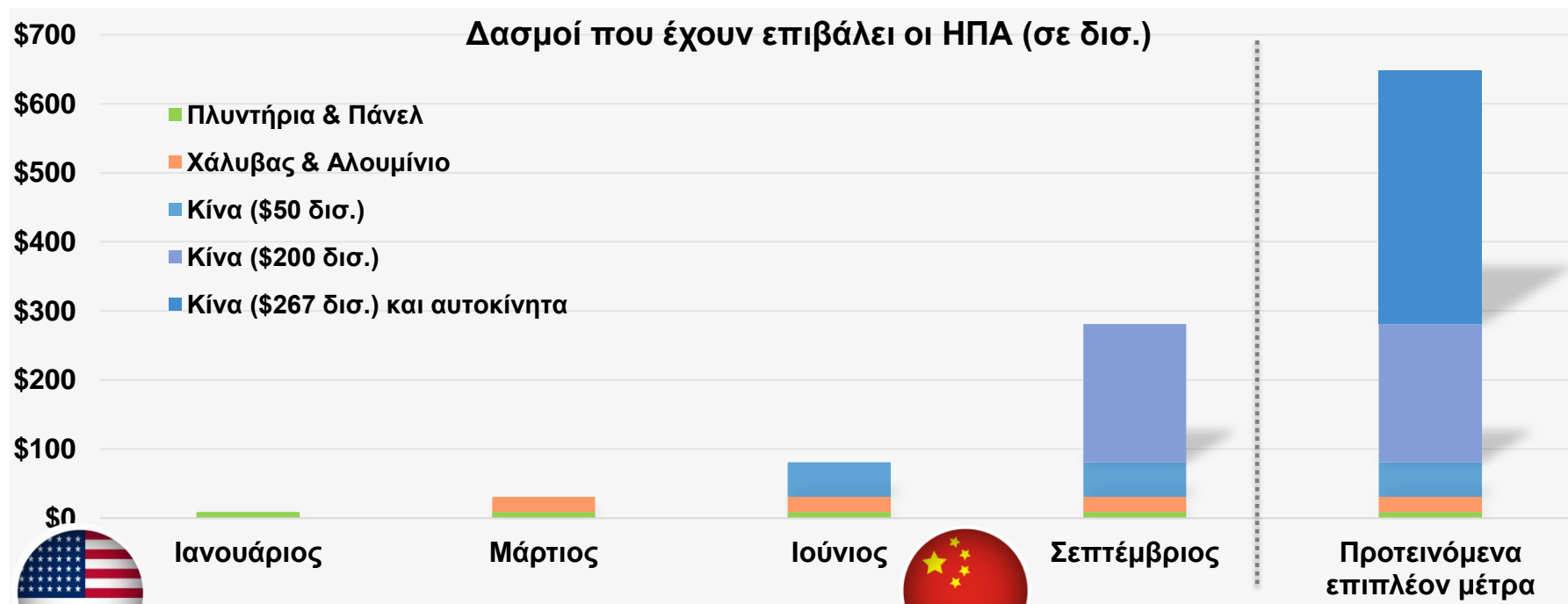
- ▶ Παρότι, σε περιόδους που συμπίπτει υποχώρηση μετοχών και ομολόγων, όπως το τελευταίο έτος, οι τοποθετήσεις σε διαθέσιμα έχουν καλύτερες αποδόσεις συγκριτικά με το μικτό χαρτοφυλάκιο, ο μεγαλύτερος επενδυτικός ορίζοντας βελτιώνει την εικόνα
- ▶ Αν εξετάσουμε τα τελευταία 20 έτη, οι ετήσιες αποδόσεις ενός μικτού χαρτοφυλακίου είναι καλύτερες από τα διαθέσιμα σε δολάριο στο 67% των περιπτώσεων και οι αποδόσεις 3 ετών του μικτού χαρτοφυλακίου στο 74% των περιπτώσεων.



Αριθμός ημερών που ο δείκτης S&P 500 παρουσίασε υποχώρηση μεγαλύτερη από 2%



- ▶ Το τρέχον έτος ο δείκτης S&P 500 έχει παρουσιάσει υποχώρηση μεγαλύτερη του 2%, 13 φορές ενώ τα έτη 2012-2017 ήταν ελάχιστες οι ημέρες που παρατηρήθηκε αντίστοιχη υποχώρηση.
- ▶ Η υψηλότερη μεταβλητότητα αποδίδεται στη συνεχιζόμενη διχογνωμία αναφορικά με το αν η μείωση δεικτών αποτίμησης κατά τη διάρκεια του 2018 αποτελεί αγοραστική ευκαιρία ή αν αντίθετα αποτελεί ένδειξη καθοδικής αγοράς. Οι γεωπολιτικές εξελίξεις έχουν συχνά μεταβάλλει τη διάθεση της αγοράς από θετική σε αρνητική και αντίστροφα.



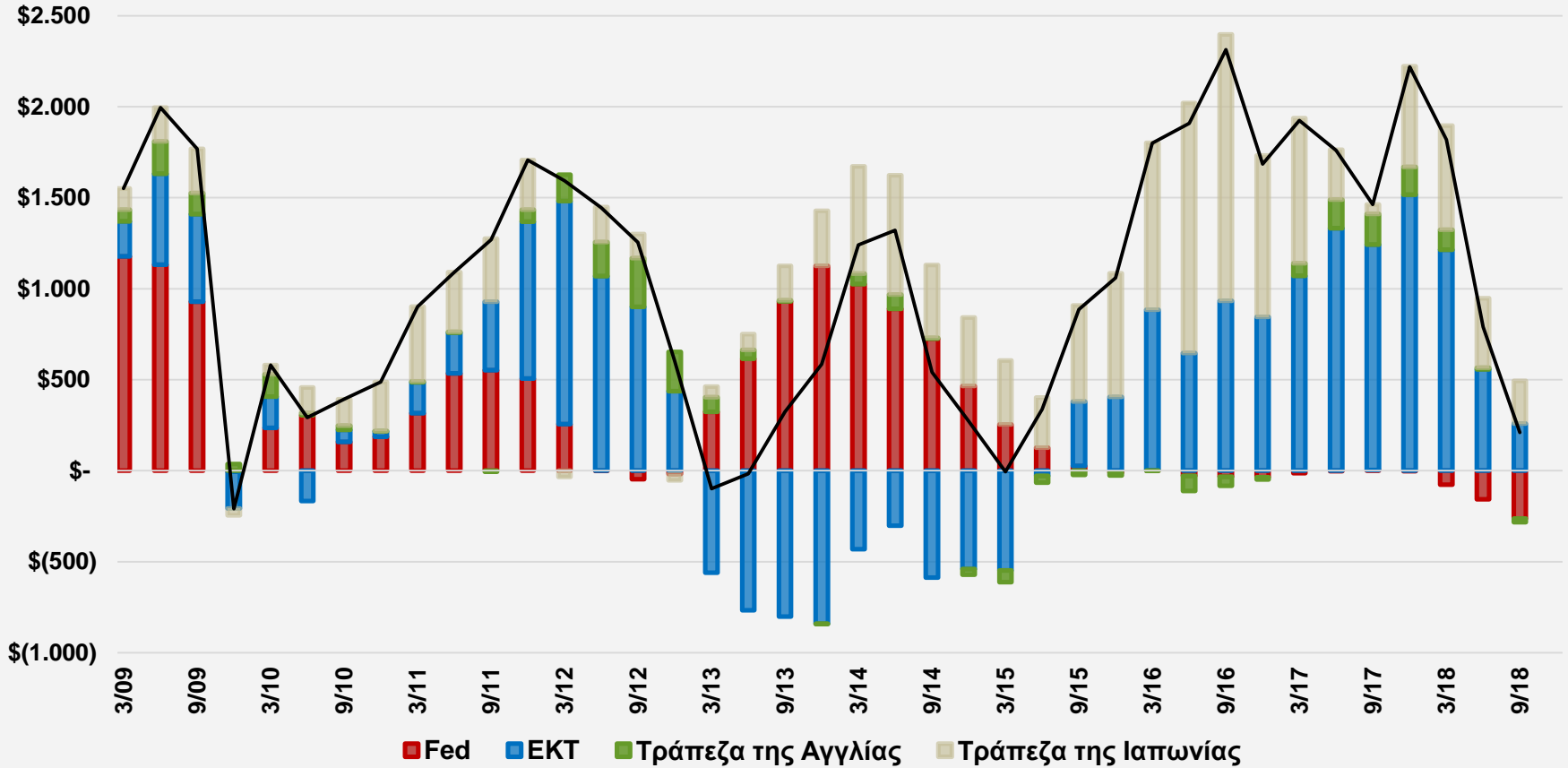
- Οι δασμοί που έχουν επιβληθεί το 2018 αναμένεται να επηρεάσουν ελαφρώς ανοδικά τον πληθωρισμό.
- Σε περίπτωση που υιοθετηθούν δασμοί στο σύνολο των εισαγόμενων προϊόντων από την Κίνα και στις εισαγωγές αυτοκινήτων, η επίπτωση θα είναι ιδιαίτερα σημαντική.



- Επιβολή δασμών σε εισαγόμενα προϊόντα από τις ΗΠΑ συνολικού ύψους \$110 δισ..
- Μείωση του ποσοστού των δασμών σε εισαγόμενα προϊόντα βασικών εταιρών.
- Αναστολή για τρεις μήνες της αύξησης δασμών στα εισαγόμενα αυτοκίνητα από τις ΗΠΑ (40% από 15%).

Στη σύνοδο των κρατών μελών G-20 (30/11 – 1/12), οι ΗΠΑ και η Κίνα συμφώνησαν να μην επιβληθούν νέοι δασμοί σε εισαγωγές προϊόντων από 1^η Ιανουαρίου 2019 και να υπάρξουν συνομιλίες 90 ημερών με σκοπό να επιτευχθεί εμπορική συμφωνία.

Ετήσια μεταβολή ύψους ισολογισμού κυρίων Κεντρικών Τραπεζών

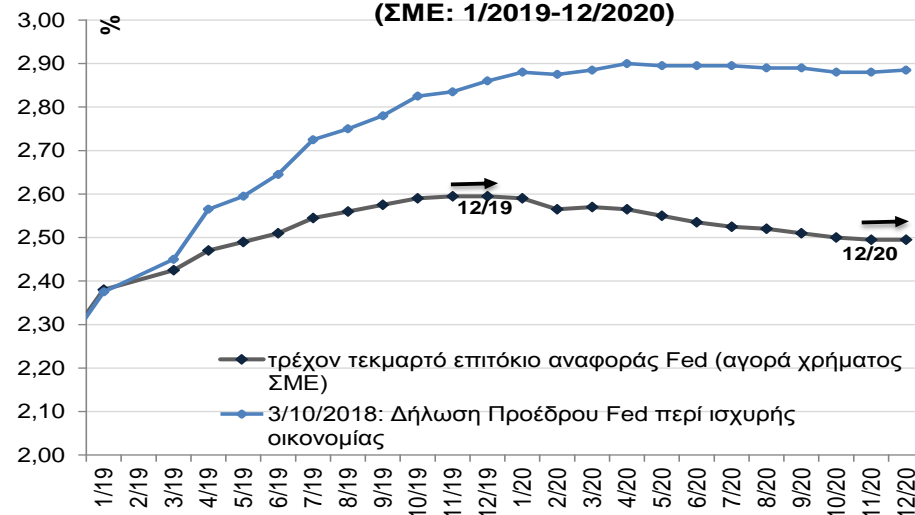


- ▶ Ο ισολογισμός της Fed μειώνεται κατά μέσο κατά \$50 δισ. ανά μήνα.
- ▶ Η EKT το Δεκέμβριο θα ολοκληρώσει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων ενώ η επανεπένδυση των τίτλων θα διατηρηθεί για παρατεταμένη χρονική περίοδο.

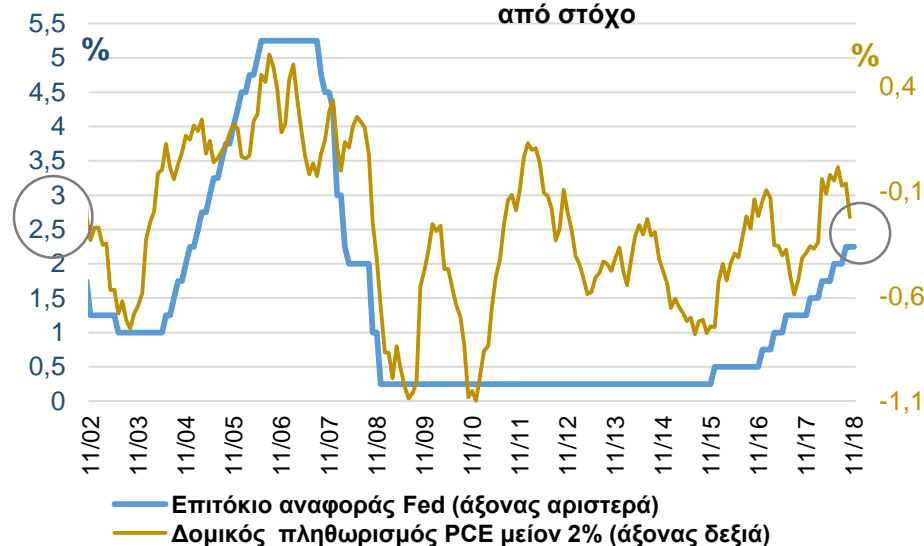
Πιθανή η ολοκλήρωση των αυξήσεων επιτοκίου Fed, ελαφρώς χαμηλότερα του 3% έως τα μέσα 2019

- ▶ Η Fed στη σύσκεψη του Σεπτεμβρίου προέβη σε αύξηση του επιτοκίου αναφοράς (2,00%-2,25%) για όγδοη φορά από το Δεκέμβριο 2015.
- ▶ Στις αρχές Οκτωβρίου, ο Πρόεδρος της Fed δήλωσε ότι η αναπτυξιακή προοπτική είναι ισχυρή. Σε ομιλίες του το Νοέμβριο, ήταν πιο επιφυλακτικός, αναφέροντας ότι είναι πιθανή η παύση της αύξησης του επιτοκίου το 2019, εφόσον διαπιστωθεί χαμηλότερη της αναμενομένης ανάπτυξη. Επίσης, επισήμανε ότι το τρέχον επίπεδο είναι ελαφρώς χαμηλότερο του ουδέτερου επιτοκίου (επίπεδο το οποίο δεν λειτουργεί υποστηρικτικά ούτε περιοριστικά για την οικονομική δραστηριότητα).
- ▶ Οι εκτιμήσεις της αγοράς χρήματος προδιαγράφουν πλέον ηπιότερη πορεία αυξήσεως του επιτοκίου για το 2019. Πιθανόν οι αυξήσεις το 2019 θα είναι δυο, δηλαδή λιγότερες από τις τρεις που προέβλεπε η Fed στη σύσκεψη του Σεπτεμβρίου (dot plot).
- ▶ Ο δομικός πληθωρισμός (PCE) εμφάνισε τον Οκτώβριο χαμηλό (1,8%) από το Φεβρουάριο. Η διαφορά δομικού πληθωρισμού (PCE) από το στόχο της Fed (2%) συμβαδίζει με επιτόκιο αναφοράς στην περιοχή 2,50%-3,00%.

Τεκμαρτό επιτόκιο αναφοράς Fed (ΣΜΕ: 1/2019-12/2020)

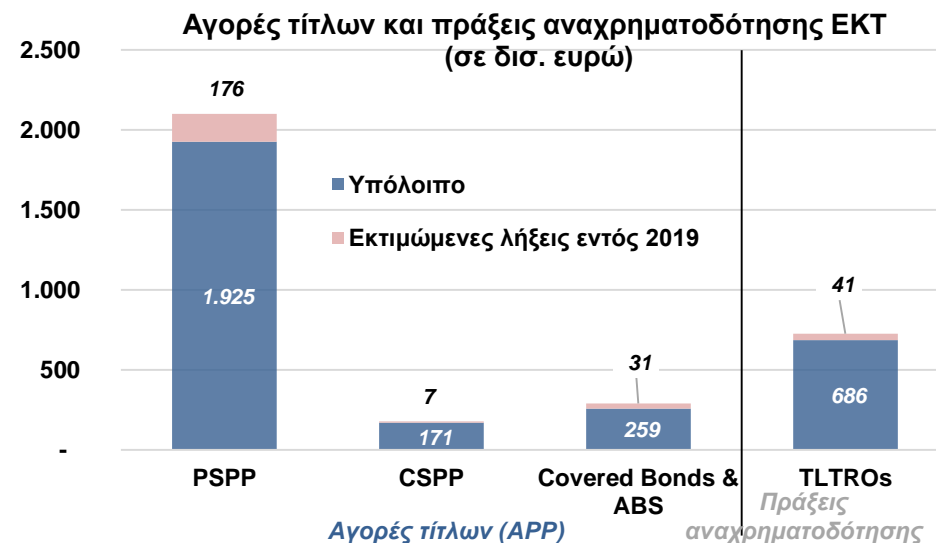


Επιτόκιο αναφοράς Fed έναντι διαφοράς πληθωρισμού από στόχο



Αμετάβλητα τα επιτόκια της ΕΚΤ έως το καλοκαίρι 2019

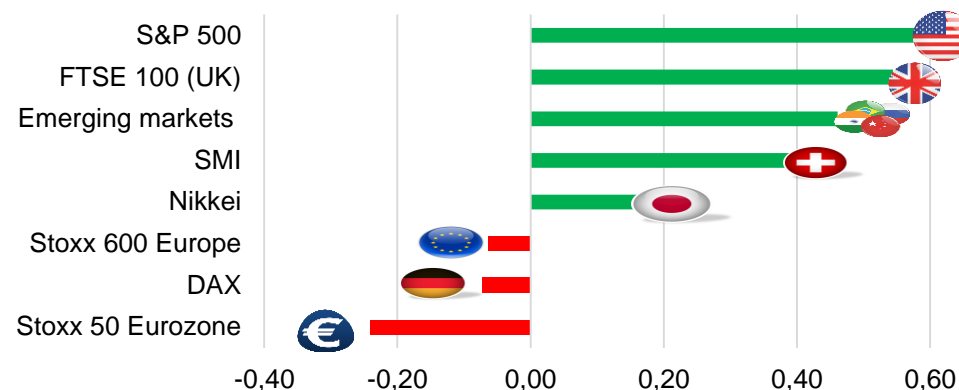
- ▶ Η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα επιτόκια στη σύσκεψη του Δεκεμβρίου όπως αναμενόταν και επανέλαβε πως αναμένει ότι τα επιτόκιά της θα διατηρηθούν στα τρέχοντα επίπεδα τουλάχιστον έως το καλοκαίρι του 2019.
- ▶ Ο Πρόεδρος της ΕΚΤ ανέφερε ότι έχουν ενισχυθεί οι καθοδικοί κίνδυνοι για την οικονομία. Η ΕΚΤ αναθεώρησε καθοδικά την εκτίμησή της για το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το 2018 στο 1,9% από 2% και το 2019 στο 1,7% από 1,8%.
- ▶ Το πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ ολοκληρώνεται το Δεκέμβριο του 2018 με το συνολικό ύψος των αγορών από τον Ιανουάριο 2015 να ανέρχεται στα €2,6 τρισ. (€2,1 τρισ. κρατικά ομόλογα, €180 δισ. εταιρικά ομόλογα και €260 δισ. καλυμμένες ομολογίες και ABS). Η επανεπένδυση των λήξεων των τίτλων του χαρτοφυλακίου της (για το 2019 εκτιμώνται στα €215 δισ.) θα συνεχιστεί για παρατεταμένη χρονική περίοδο και μετά την έναρξη των αυξήσεων των επιτοκίων. Σχετικά με την προοπτική των στοχευμένων μακροπρόθεσμων πράξεων αναχρηματοδότησης δεν έχει ανακοινωθεί ακόμα αν θα πραγματοποιηθούν νέες το 2019 (περίπου €40 δισ. αναμένεται να αποπληρωθούν πρόωρα το 2019 από συνολικά €727 δισ.)
- ▶ Κατά την εκτίμησή μας, η ΕΚΤ ενδεχομένως θα προβεί σε αύξηση του αρνητικού επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων περί το β' εξάμηνο του 2019 υπό την προϋπόθεση ότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες παραμένουν ευνοϊκές και ο πληθωρισμός διατηρηθεί πλησίον του στόχου.



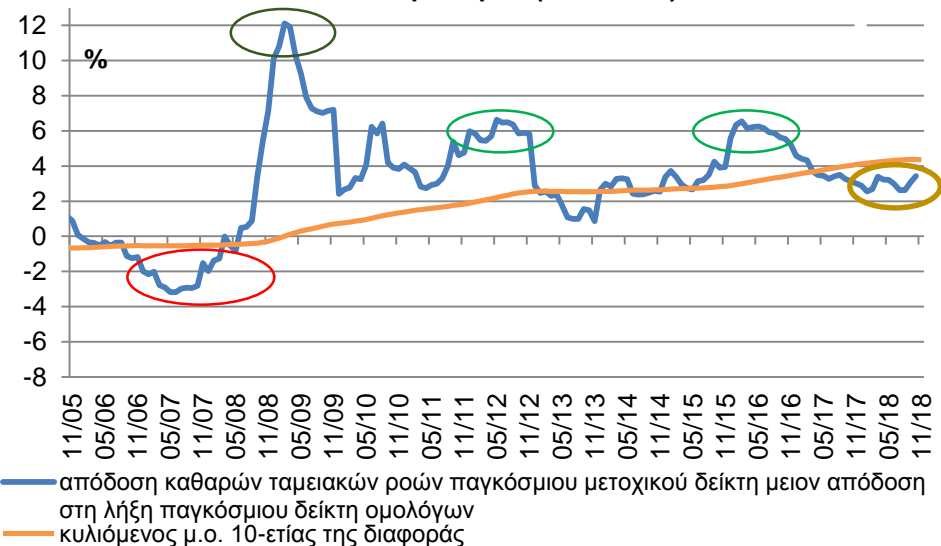
Ελκυστικότερες οι αποτιμήσεις των περισσότερων κύριων μετοχικών αγορών έναντι τέλους 2017

- ▶ Η απόδοση καθαρών ταμειακών ροών (free cash flow yield) εμφανίζει καλύτερη εικόνα έναντι τέλους 2017, για το δείκτη S&P 500, ορισμένες ευρωπαϊκές αγορές (Ελβετία, Μ. Βρετανία), για το δείκτη αναδυόμενων αγορών και για τον ιαπωνικό. Λαμβάνοντας υπόψη για το δείκτη Stoxx 600 Ευρώπης και τον FTSE 100 την αβεβαιότητα αναφορικά με το Brexit και ότι το επενδυτικό κλίμα παραμένει αρνητικό για το δείκτη αναδυόμενων, ελκυστικότερες επιλογές αποτελούν ο δείκτης S&P 500, ο ιαπωνικός Nikkei και πιο αμυντική επιλογή ο ελβετικός SMI.
- ▶ Η εκτίμηση για αύξηση της κερδοφορίας του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη το 2019 περί το 8% (ελαφρώς μειωμένη η εκτίμηση έναντι 28/9: 10%) θεωρείται ικανοποιητική, παρότι μειωμένη έναντι του 2018 (19%).
- ▶ Συγκρίνοντας, την απόδοση καθαρών ταμειακών ροών του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη έναντι της απόδοσης του ομολογιακού*, διαπιστώνουμε ότι ο μετοχικός δείκτης είναι λιγότερο ελκυστικός έναντι του μ.ο. 10-ετίας. Ωστόσο, η εικόνα του δείκτη είναι καλύτερη έναντι της αρχής της καθοδικής αγοράς 2007-2009.

Απόδοση καθαρών ταμειακών ροών: Z-score (τρέχον μείον τέλος 2017)



Παγκόσμιος δείκτης MSCI: Απόδοση καθαρών ταμειακών ροών μείον απόδοση στη λήξη παγκόσμιου δείκτη ομολόγων (2005-2018)

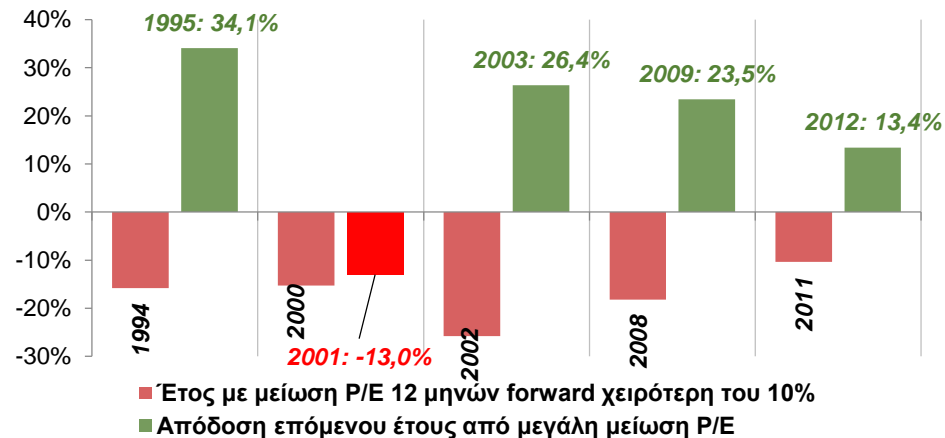


* yield to worst : Bloomberg Barclays Global aggregate index

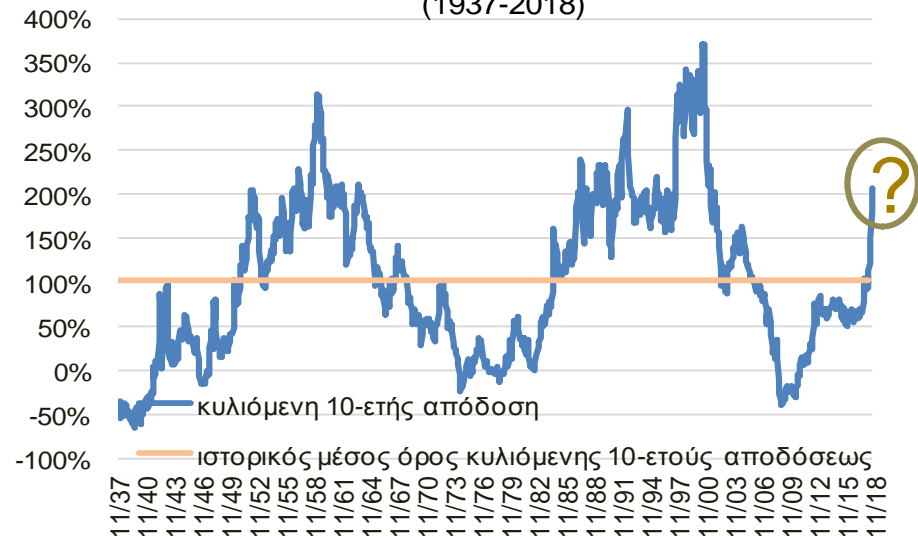
S&P 500: Η σημαντική υποχώρηση αποτιμήσεων οδηγεί συνήθως σε ανάκαμψη αποδόσεων το επόμενο έτος

- ▶ Ο δείκτης αποτίμησης τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών για τον S&P 500 έχει υποχωρήσει κατά 18% το 2018. Από το 1990, έχει συμβεί σε πέντε έτη υποχώρηση του αριθμοδείκτη μεγαλύτερη του 10%. Στις τέσσερις από αυτές σημειώθηκε σημαντική άνοδος τιμής την επόμενη χρονιά (13%-34%), ενώ εξαίρεση αποτέλεσε το έτος 2001, όταν είχε συμβεί το δυσμενές γεωπολιτικό γεγονός της 11^{ης} Σεπτεμβρίου και ετήσια υποχώρηση κερδών 20%.
- ▶ Σχετικά με την κερδοφορία, αναμένεται ενίσχυση κερδών το 2019 περί του 9%. Ωστόσο, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι είναι αυξημένοι, συμπεριλαμβανομένης της αβεβαιότητας αναφορικά με τις σχέσεις ΗΠΑ-Κίνας.
- ▶ Ο δείκτης S&P 500 έχει εισέλθει σε χρονική περίοδο δοκιμασίας, μετά από έτη ισχυρών αποδόσεων. Η απόδοση δέκα ετών (11/08-11/18) διαμορφώθηκε προσφάτως στο 208% έναντι ιστορικού μέσου όρου 103% (1928-2018).
- ▶ Ενδεχόμενη απότομη υποχώρηση προς τον ιστορικό μέσο όρο αποδόσεων 10-ετίας αποτελεί καθοδικό κίνδυνο, ωστόσο μπορεί να αποτραπεί (τα θεμελιώδη του δείκτη παραμένουν σχετικώς ευνοϊκά) στην περίπτωση που αμβλυνθούν οι ανησυχίες για τα μέτρα προστατευτισμού και δεν οξυνθούν οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι.

Δείκτης S&P 500: έτη με μείωση P/E 12 μηνών forward χειρότερη του 10% και απόδοση επόμενου έτους



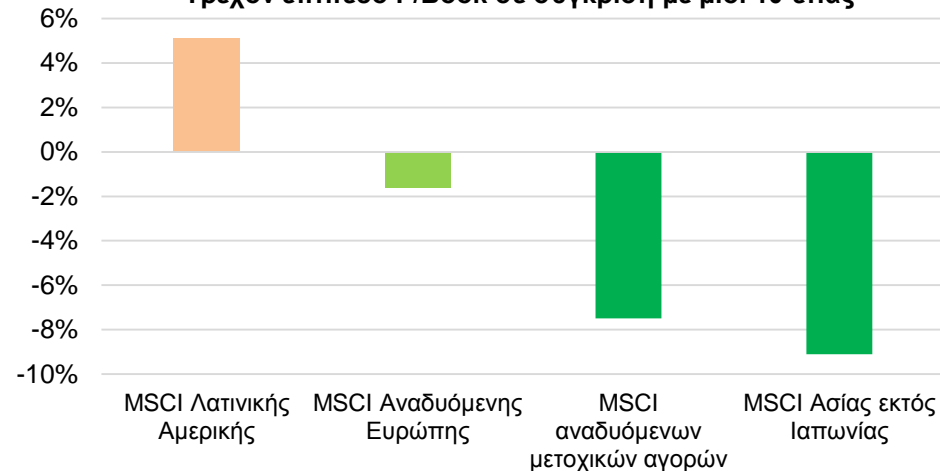
Δείκτης S&P 500: κυλιόμενη 10-ετής απόδοση (1937-2018)



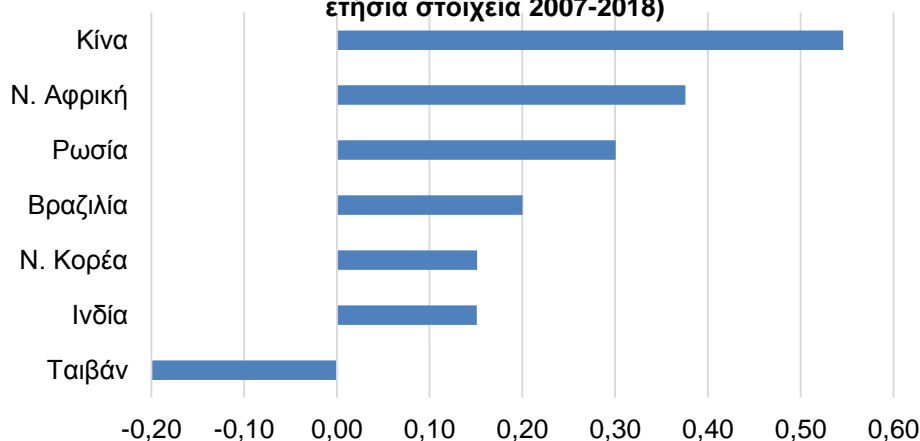
Προσπάθεια ανοδικής αντίδρασης για το δείκτη αναδυόμενων μετοχικών αγορών μετά τη σύνοδο χωρών G-20

- ▶ Ο δείκτης MSCI αναδυόμενων μετοχικών αγορών έχει συνολική απόδοση -14,4% (-9,3% σε ευρώ) το 2018. Τα μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο έχουν πλήξει περισσότερο τον ασιατικό δείκτη. Εφόσον επιβεβαιωθεί η διαφανόμενη ομαλοποίηση, ηπιότερη πολιτική των ΗΠΑ (μετά την πρόσφατη σύνοδο G-20), θα μπορούσε να υπάρξει ισχυρή ανοδική αντίδραση για το δείκτη αναδυόμενων συνολικά και ιδιαίτερα για το δείκτη Ασίας.
- ▶ Το τρέχον επίπεδο P/Book για τον ασιατικό δείκτη βρίσκεται χαμηλότερα του μ.ο. 10-ετίας κατά 9% και για το συνολικό δείκτη αναδυόμενων κατά 8%, εμφανίζοντας ελκυστικό επίπεδο αποτίμησης. Ο δείκτης Λατινικής Αμερικής εμφανίζει αριθμοδείκτη P/Book υψηλότερο του μ.ο. 10-ετίας.
- ▶ Σχετικά με τις μεμονωμένες χώρες, μετά την πρόσφατη σημαντική υποχώρηση, ο δείκτης κεφαλαιοποίησης συνολικής αγοράς/ΑΕΠ εμφανίζει ελκυστικότερη εικόνα στην Κίνα.
- ▶ Λόγω του ότι δεν είναι δεδομένο ότι μέχρι τις αρχές Μαρτίου θα προκύψει εμπορική συμφωνία ΗΠΑ-Κίνας, προτιμότερη είναι η έκθεση στις αναδυόμενες αγορές να γίνεται μέσω αμοιβαίων κεφαλαίων με ευρεία διασπορά. Ενδεχόμενη ανάκαμψη του δείκτη αναδυόμενων προϋποθέτει ομαλοποίηση σχέσεων ΗΠΑ-Κίνας και βελτίωση του κλίματος συνολικά για τη μετοχική κατηγορία. Σε αντίθετη περίπτωση, η καθοδική αγορά για τον μετοχικό δείκτη αναδυόμενων πιθανόν να συνεχισθεί.

**Ευρύτεροι δείκτες αναδυόμενων μετοχικών αγορών:
Τρέχον επίπεδο P/Book σε σύγκριση με μ.ο. 10-ετίας**

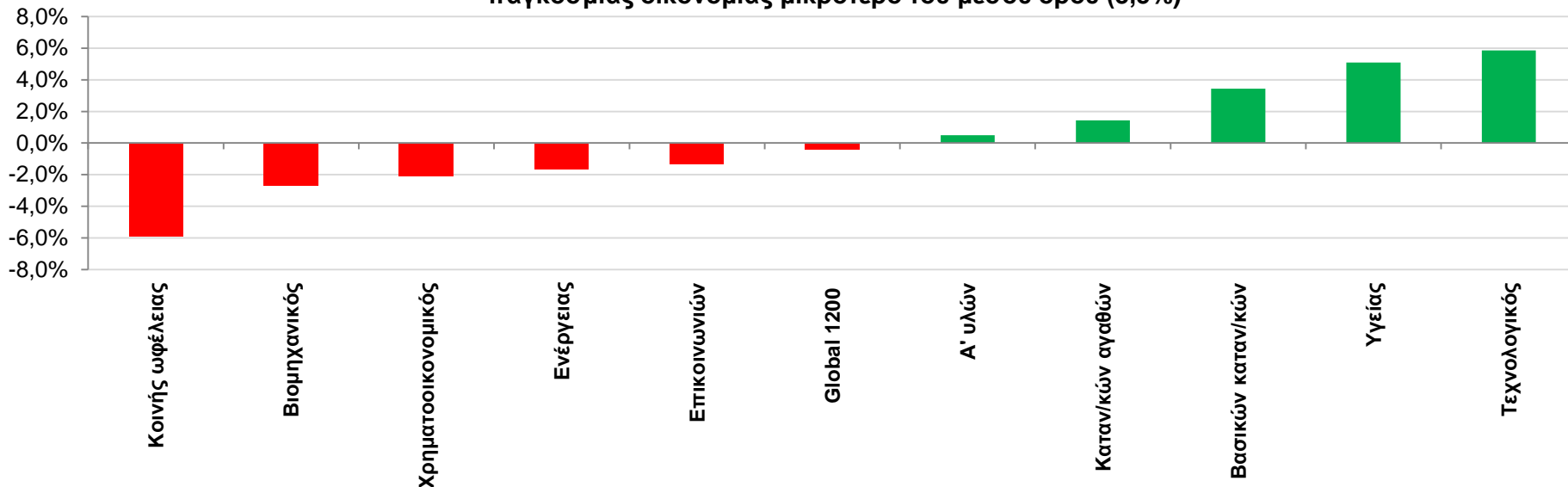


**Κεφαλαιοποίηση αναδυόμενων μετοχικών αγορών/ποσοστό ΑΕΠ (ελκυστικότητα z-score*):
ετήσια στοιχεία 2007-2018)**



* Z-score: προσαρμογή προσήμου υπολογισμού, ώστε μεγαλύτερο score να σημαίνει ελκυστικότερο.
Κεφαλαιοποίηση 2018 : 30/11

S&P 1200 Global: μέσος όρος απόδοσης κλαδικών δεικτών σε έτη (1995-2017) με ρυθμό ανάπτυξης παγκόσμιας οικονομίας μικρότερο του μέσου όρου (3,5%)



Τεχνολογία

- Ικανοποιητικά τα θεμελιώδη. Επωφελείται σε ενδεχόμενη ανοδική τάση συνολικά της μετοχικής κατηγορίας, ευάλωτος κλάδος σε περίπτωση καθοδικής αγοράς



Καταναλωτικών αγαθών

- Ισχυρή η δυνατότητα κατανάλωσης, κυρίως στις ΗΠΑ. Θετική η εικόνα κερδοφορίας του κλάδου.



Υγεία

- Θετική η εικόνα κερδοφορίας. Ευνοϊκότερη συμπεριφορά σε συνθήκες μέτριου επενδυτικού κλίματος (περισσότερο αμυντικός κλάδος).



Βασικών καταναλωτικών αγαθών

- Ευνοϊκότερη συμπεριφορά του κλάδου σε καθοδική αγορά (bear market)



► Σε περίοδο ήπιας ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας ευνοείται ο συνδυασμός επιθετικών και αμυντικών μετοχικών κλαδικών δεικτών.

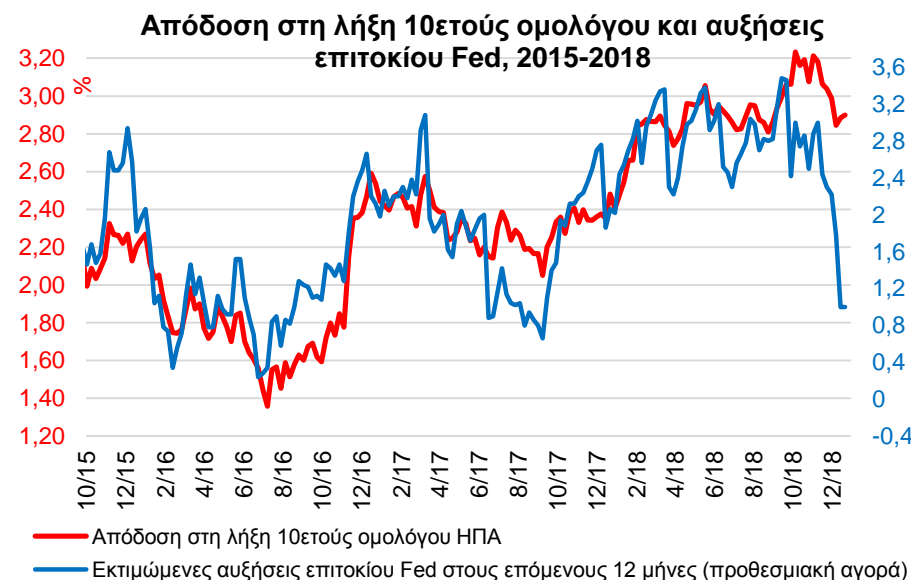
Η ενίσχυση της ζήτησης για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου ευνόησε τις τιμές κρατικών ομολόγων

- ▶ Οι τιμές των κρατικών ομολόγων παρουσίασαν ανάκαμψη το δ' τρίμηνο του έτους (κρατικά ΗΠΑ: 1,2%, κρατικά Ευρωζώνης: 1,1%), κυρίως λόγω ενίσχυσης της ζήτησης για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου.
- ▶ Η εκτίμηση ότι ο πληθωρισμός θα είναι ελαφρώς υψηλότερος το 2019 και ότι η νομισματική πολιτική θα είναι λιγότερο υποστηρικτική περιορίζει την άνοδο των κρατικών ομολόγων.
- ▶ Οι τιμές κρατικών ομολόγων διαχρονικά παρουσιάζουν την καλύτερη συμπεριφορά σε περιόδους ύφεσης της οικονομίας, ενώ τη δυσμενέστερη απόδοση την καταγράφουν σε περίοδο ανάπτυξης. Σε περίπτωση επιβράδυνσης της οικονομικής ανάπτυξης υπό την προϋπόθεση ότι ο πληθωρισμός δε θα παρουσιάσει αύξηση υψηλότερα του στόχου, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων είναι ελκυστικές.
- ▶ Η αναθεώρηση της προοπτικής αυξήσεων των επιτοκίων της Fed για το 2019 μετά την αναφορά του Προέδρου της, επηρέασε καθοδικά τις αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων. Υπό την υπόθεση ότι η Fed θα προβεί σε δύο αυξήσεις επιτοκίου το 2019 και ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας θα είναι ηπιότερος, η απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου ενδεχομένως κινηθεί ελαφρώς υψηλότερα.
- ▶ Η ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων της ΕΚΤ και η εκτίμηση ότι εντός του 2019 θα πραγματοποιηθεί αύξηση των επιτοκίων της αναμένεται να επηρεάσουν καθοδικά τις τιμές κρατικών ομολόγων Ευρωζώνης.

Μέση ετήσια απόδοση δείκτη κρατικών ομολόγων - απόδοση διαθεσίμων

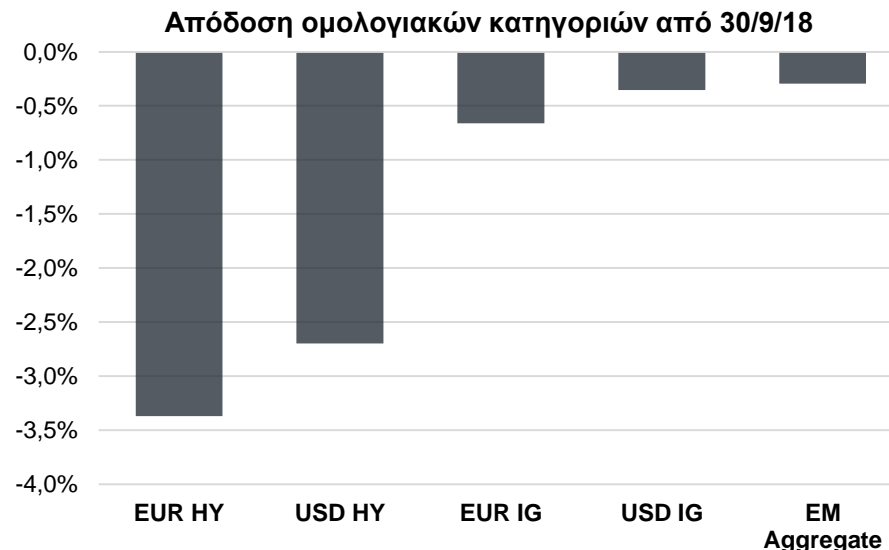
| | ΗΠΑ (στοιχεία από 1984) | Ευρωζώνη (στοιχεία από 1999) |
|------------------|-------------------------|------------------------------|
| Ανάπτυξη | 0,7% | 1,7% |
| Επιβράδυνση | 4,1% | 2,7% |
| Ύφεση | 6,5% | 5,3% |
| Σύνολο δείγματος | 2,7% | 2,7% |

Δείκτες κρατικών ομολόγων: δείκτες Barclays, απόδοση διαθεσίμων: Libor τριών μηνών



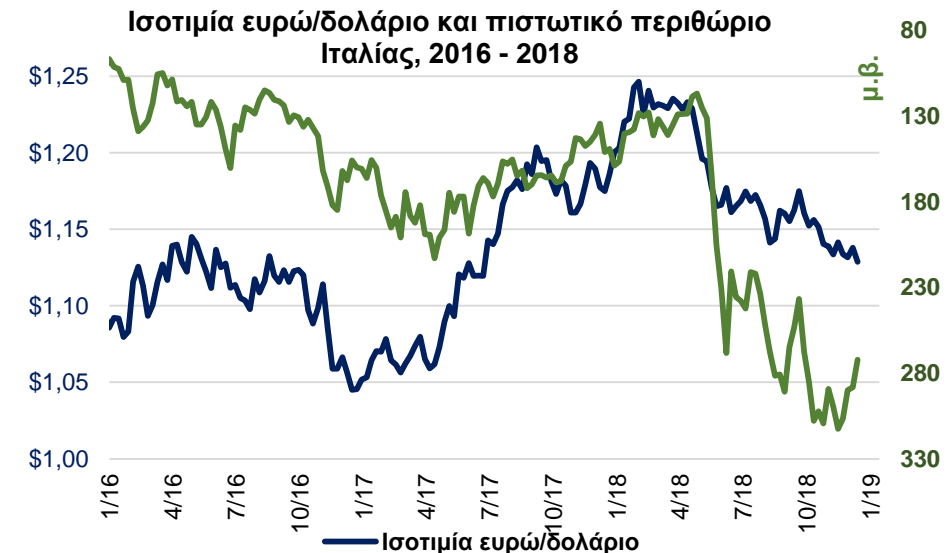
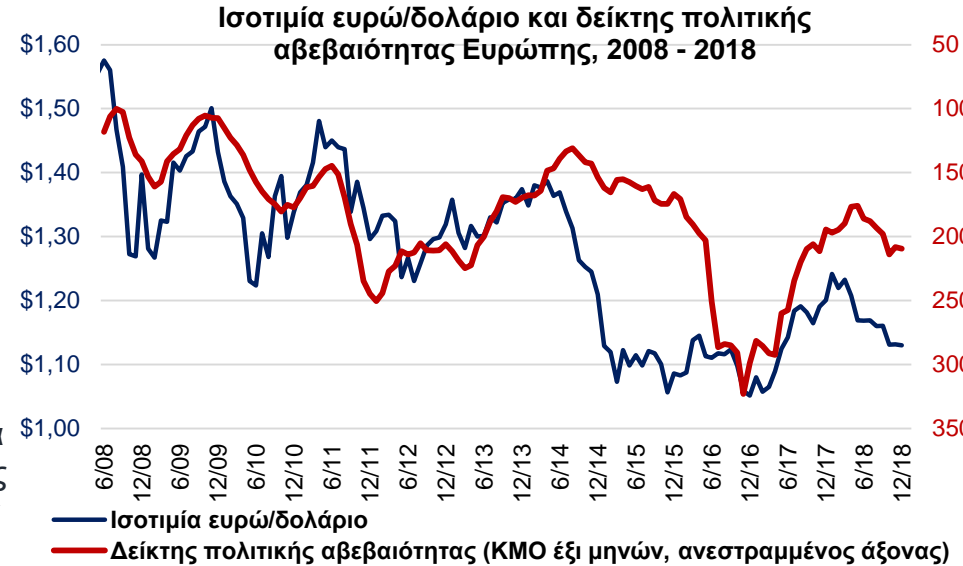
Η υψηλότερη μεταβλητότητα περιορίζει την ελκυστικότητα των εταιρικών ομολόγων

- ▶ Αρνητικές οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων το τελευταίο τρίμηνο του έτους, κυρίως λόγω εκτίμησης ότι η ισχυρή κερδοφορία των επιχειρήσεων έχει κορυφώσει και ότι το επόμενο έτος θα είναι ηπιότερη.
- ▶ Τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων παρουσίασαν τις ισχυρότερες πιέσεις το τελευταίο διάστημα, καθώς περιορίσθηκε η ζήτηση για επενδύσεις υψηλού κινδύνου.
- ▶ Η εκτίμηση ότι η αναπτυξιακή δυναμική θα είναι ηπιότερη σε συνδυασμό με την υιοθέτηση αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής, καθιστούν λιγότερο ελκυστικές τις τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα.
- ▶ Για το 2019 η ζήτηση για εταιρικά ομόλογα Ευρωζώνης αναμένεται χαμηλότερη, καθώς το Δεκέμβριο ολοκληρώθηκε το πρόγραμμα αγοράς εταιρικών ομολόγων της ΕΚΤ, με το συνολικό ύψος των αγορών να ανέρχεται περί τα €180 δισ., από τα οποία περί τα €7 δισ. αναμένεται να επαναγοραστούν το επόμενο έτος.
- ▶ Τα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων (HY) συσχετίζονται σε μεγάλο βαθμό με τη μεταβλητότητα που παρουσιάζουν οι μετοχικές αγορές. Η εκτίμηση ότι οι πολιτικές και γεωπολιτικές εξελίξεις θα συντηρήσουν την υψηλή μεταβλητότητα επηρεάζει αρνητικά τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων. Στήριξη παρέχει το χαμηλό ποσοστό πτωχεύσεων εταιριών του κλάδου.
- ▶ Την τρέχουσα οικονομική συγκυρία καταλληλότερες θεωρούνται οι τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα με χαμηλό πιστωτικό κίνδυνο και περισσότερο αμυντικού κλάδους.



Οι πολιτικές ανησυχίες πλήττουν την ισοτιμία ευρώ/δολάριο

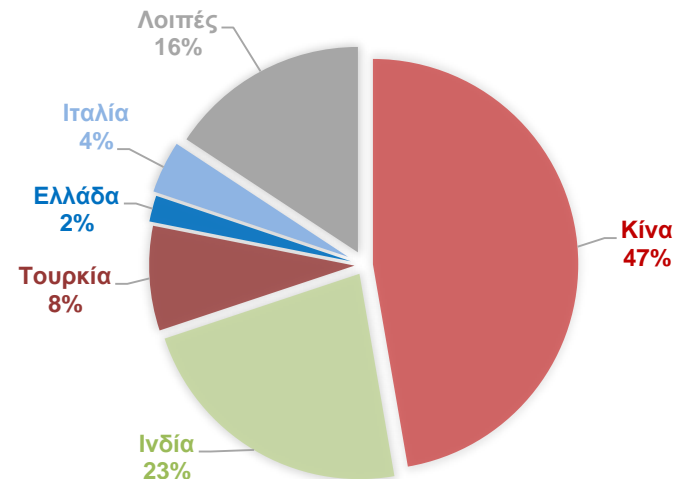
- ▶ Οι ανησυχίες για τις πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη (δημοσιονομική κατάσταση Ιταλία, Brexit και διαδηλώσεις στη Γαλλία) σε συνδυασμό με τη σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης στην Ευρωζώνη διατηρούν υπό πίεση το ευρώ έναντι του δολαρίου.
- ▶ Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο υποχώρησε στις 12 Νοεμβρίου σε χαμηλό (\$1,1216) από τον Ιούνιο 2017. Σημειώνεται ότι το τρέχον έτος το ευρώ καταγράφει υποχώρηση έναντι του δολαρίου κατά 6% περίπου ενώ το 2017 είχε ολοκληρώσει τη χρονιά με ενίσχυση κατά 14%.
- ▶ Οι πολιτικές εξελίξεις στην Ευρώπη συνιστούν την τρέχουσα περίοδο το σημαντικότερο παράγοντα για την προοπτική της ισοτιμίας. Οι ευρωεκλογές το Μάιο του 2019, θα μπορούσαν να τροφοδοτήσουν περαιτέρω υποχώρηση του ευρώ σε περίπτωση ενίσχυσης της απήχησης των ευρωσκεπτικιστικών κομμάτων.
- ▶ Η εκτίμηση ότι ενδέχεται να επιτευχθεί συμβιβασμός της Ιταλίας με την Ε.Ε. για το στόχο του δημοσιονομικού ελλείμματος το 2019 παρέχει στήριξη στο ευρώ.
- ▶ Βραχυπρόθεσμα η ισοτιμία αναμένεται να διατηρηθεί υπό πίεση προσεγγίζοντας ενδεχομένως την περιοχή των \$1,11.
- ▶ Μεσοπρόθεσμα, η απόκλιση της αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας των ΗΠΑ έναντι της Ευρωζώνης και το επιτοκιακό πλεονέκτημα του δολαρίου αναμένεται να περιορισθούν συμβάλλοντας στην ανάκαμψη της ισοτιμίας ευρώ/δολάριο. Υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα εκδηλωθεί πολιτική κρίση στην Ευρωζώνη, το ευρώ θα μπορούσε να ανέλθει περί την περιοχή των \$1,18 σε ορίζοντα 12μήνου.



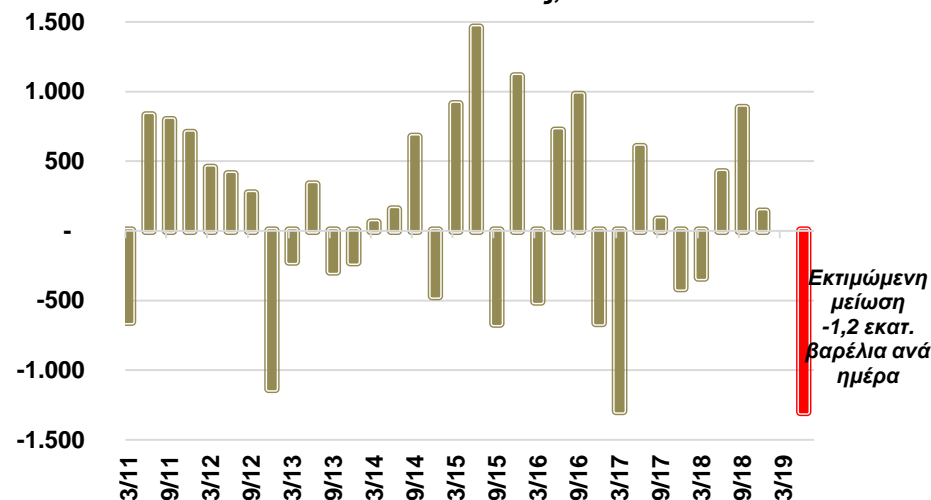
Σημαντική πτώση για την τιμή του πετρελαίου

- ▶ Έντονη μεταβλητότητα παρουσιάζει η τιμή του πετρελαίου το δ' τρίμηνο, κυρίως λόγω της εκτίμησης για υπερπροσφορά πετρελαίου το επόμενο έτος.
- ▶ Η τιμή του πετρελαίου WTI υποχώρησε στις 18 Δεκεμβρίου σε χαμηλό (\$47,84/βαρέλι) από το Σεπτέμβριο 2017, καταγράφοντας το δ' τρίμηνο τη μεγαλύτερη υποχώρηση (34%) από το δ' τρίμηνο 2014.
- ▶ Οι ΗΠΑ στις 4 Νοεμβρίου επέβαλαν κυρώσεις στις εισαγωγές πετρελαίου του Ιράν. Ανακοίνωσαν ωστόσο ότι για περίοδο έξι μηνών θα επιτραπεί στην Κίνα, στην Ινδία, στη Ν. Κορέα, στην Ιαπωνία, στην Ιταλία, στην Ελλάδα, στην Ταιβάν και στην Τουρκία να εισάγουν πετρέλαιο από το Ιράν. Οι ανωτέρω οκτώ χώρες είναι οι μεγαλύτεροι καταναλωτές πετρελαίου του Ιράν, εξέλιξη που καταδεικνύει περιορισμένη μείωση των εξαγωγών.
- ▶ Στη σύσκεψη του ΟΠΕΚ στις 6 Δεκεμβρίου, αποφασίσθηκε μείωση της παραγωγής πετρελαίου για το 2019 κατά 1,2 εκατ. βαρέλια/ημέρα.
- ▶ Οι ΗΠΑ παραμένουν καθαρός εισαγωγέας πετρελαίου παρά τη σημαντική αύξηση της παραγωγής, συνεπώς η υψηλή τιμή του πετρελαίου έχει αρνητική επίπτωση στην οικονομία. Οι αναφορές του Προέδρου των ΗΠΑ ότι η τιμή του πετρελαίου θα πρέπει να παρουσιάσει υποχώρηση ενδεχομένως συνέβαλαν στην καθοδική τάση της τιμής.
- ▶ Σε περίπτωση που η παγκόσμια οικονομία παρουσιάσει σταθεροποίηση και αποκλιμακωθεί η ένταση στο διεθνές εμπόριο, η τιμή του πετρελαίου θα μπορούσε να παρουσιάσει ανάκαμψη, καθώς έχει προσεγγίσει υπερπουλημένα επίπεδα.

Ιράν: Χώρες που εξαγει πετρέλαιο, Οκτώβριος 2018

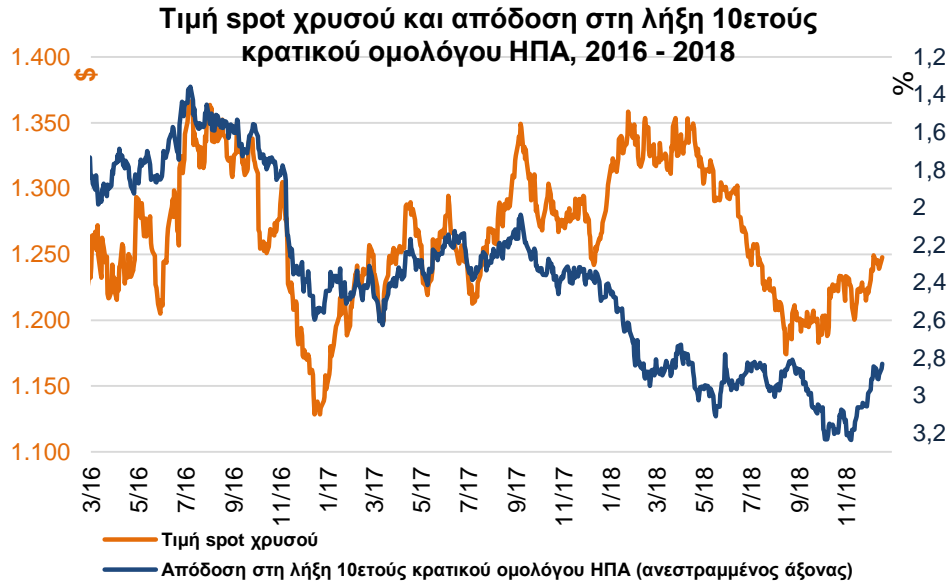


Τριμηνιαία μεταβολή παραγωγής πετρελαίου χωρών ΟΠΕΚ και Ρωσίας, 2011 - 2018

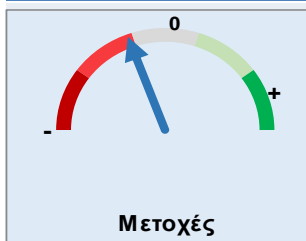


Ανάκαμψη για την τιμή χρυσού, υπό πίεση τιμές βασικών μετάλλων

- ▶ Η ενίσχυση της ζήτησης για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου και η υποχώρηση των αποδόσεων στη λήξη των κρατικών ομολόγων ανεπτυγμένων οικονομιών συνέβαλλαν στην ανάκαμψη της τιμής spot χρυσού.
- ▶ Η τιμή spot χρυσού καταγράφει το δ΄ τρίμηνο του έτους άνοδο κατά 4% περίπου, μετά από δύο συνεχόμενα τρίμηνα σημαντικών απωλειών.
- ▶ Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα η τιμή χρυσού, αναμένεται να κινηθεί σε διακύμανση εντός εύρους τιμών (\$1,300 - \$1,200 ανά ουγγιά), καθώς η θετική επίπτωση που έχει η ενισχυμένη ζήτηση για επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου εκτιμάται ότι θα αντισταθμιστεί από την αυστηρότερη πολιτική Κεντρικών Τραπεζών. Διαχρονικά η τιμή χρυσού παρουσιάζει ευνοϊκή συμπεριφορά σε περιβάλλον υψηλής μεταβλητότητας και επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας.
- ▶ Οι τιμές των βασικών μετάλλων (δείκτης LME) καταγράφουν το 2018 τη μεγαλύτερη υποχώρηση (16%) από το 2015, κυρίως λόγω ανησυχίας ότι περιορίζεται η ζήτηση εξαιτίας επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας. Τα μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο επηρεάζουν αρνητικά τις τιμές βασικών μετάλλων. Σε περίπτωση που εντός του 2019 υιοθετηθούν προγράμματα υποδομών στις ΗΠΑ και στην Κίνα οι τιμές βασικών μετάλλων αναμένεται να παρουσιάσουν σημαντική ανάκαμψη. Διαχρονικά οι τιμές βασικών μετάλλων μετά από σημαντική ετήσια υποχώρηση (μεγαλύτερη του 10%) παρουσιάζουν ανάκαμψη υπό την προϋπόθεση ότι δεν είναι σε ύφεση η παγκόσμια οικονομία.



Μετοχές



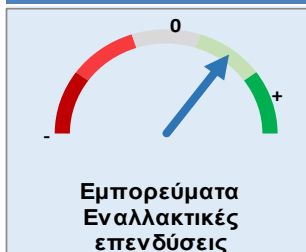
| | Στάθμιση | | |
|--------------------|----------|--|---|
| ΗΓΠΑ | ■ | | Σε υπόβαρη από ουδέτερη η στάθμιση μετοχικής κατηγορίας. Σε υπόβαρη η στάθμιση στην Ευρώπη, καθώς η οικονομία εμφανίζει ενδείξεις χαμηλότερης ανάπτυξης και λόγω της αβεβαιότητας αναφορικά με το Brexit. Η στάθμιση στις ΗΓΠΑ αναθεωρήθηκε σε ουδέτερη, καθώς είναι πιθανή η χαμηλότερη αναπτυξιακή δυναμική, ενώ περιορισμένη είναι η δυνατότητα πρόσθετης δημοσιονομικής στήριξης. Διατηρήθηκε υπόβαρη η στάθμιση στο δείκτη αναδυόμενων αγορών, αντανακλώντας κυρίως το αρνητικό επενδυτικό κλίμα και τις ανησυχίες στο διεθνές εμπόριο. Είναι πιθανόν μελλοντικά να αναθεωρηθεί ευνοϊκά η στάση απέναντι στις αναδυόμενες αγορές, στην περίπτωση που οι εξελίξεις, κυρίως στο πεδίο των σχέσεων ΗΓΠΑ-Κίνας, επιτρέψουν να αρχίσει μια πειστική ανοδική αντίδραση του μετοχικού δείκτη. |
| Ευρώπη | ■ | | |
| Ιαπωνία | ■ | | |
| Αναδυόμενες αγορές | ■ | | |

Ομόλογα



| | Στάθμιση | | |
|--------------------|----------|--|---|
| Κρατικά ΗΓΠΑ | ■ | | Ουδέτερη η στάθμιση για τα κρατικά ομόλογα ΗΓΠΑ. Η ενισχυόμενη ζήτηση για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου ευνοεί τις τιμές. Η εκτίμησή μας για δύο αυξήσεις επιτοκίου αναφοράς της Fed εντός του 2019 ενώ η προθεσμιακή αγορά τιμολογεί περίπου μια, αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις τιμές. Λιγότερο υπόβαρη η στάθμιση για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης, καθώς βραχυπρόθεσμα οι ανησυχίες για τις πολιτικές εξελίξεις παρέχουν στήριξη. Ουδέτερη η στάθμιση για τα εταιρικά ομόλογα πιστοληπτικής διαβάθμισης, καθώς η κερδοφορία των επιχειρήσεων αναμένεται ηπιότερη και η ζήτηση για ομόλογα σε ευρώ θα είναι χαμηλότερη μετά την ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων της ΕΚΤ. Η υψηλή μεταβλητότητα επηρεάζει αρνητικά τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων. |
| Κρατικά Ευρωζώνη | ■ | | |
| Εταιρικά IG | ■ | | |
| Εταιρικά HY | ■ | | |
| Αναδυόμενων αγορών | ■ | | |

Εμπορεύματα - Εναλλακτικές επενδύσεις



| | Στάθμιση | | |
|--------------------------|----------|---|---|
| Πετρέλαιο | | ■ | Ελαφρώς υπέρβαρη η στάθμιση για την τιμή του πετρελαίου μετά τη σημαντική πτώση που κατέγραψε το δ' τρίμηνο (-34%), λόγω της εκτίμησης για υπερπροσφορά πετρελαίου. Η απόφαση ΟΠΕΚ/Ρωσίας για μείωση της παραγωγής πετρελαίου το 2019 κατά 1,2 εκατ. βαρέλια/ημέρα παρέχει στήριξη στην τιμή. Μεσοπρόθεσμα η τιμή χρυσού αναμένεται σε διακύμανση εντός εύρους τιμών, με πιθανότερο σενάριο να κινηθεί στο άνω εύρος, καθώς παρουσιάζει ευνοϊκή συμπεριφορά σε περιβάλλον υψηλής μεταβλητότητας και επιβράδυνσης του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης. Κατάλληλη θεωρείται η τοποθέτηση σε εναλλακτικές επενδύσεις την τρέχουσα οικονομική συγκυρία, καθώς είναι υψηλή η μεταβλητότητα και περιορισμένο το αποτέλεσμα διαφοροποίησης των παραδοσιακών τοποθετήσεων. |
| Χρυσός | | ■ | |
| Βασικά μέταλλα | | ■ | |
| Εναλλακτικές στρατηγικές | | ■ | |

Ρευστότητα - Συναλλάγμα



| | Έναντι του ευρώ | Προοπτική | |
|-----------------|-----------------|-----------|---|
| Δολάριο ΗΓΠΑ | | ■ | Υπέρβαρη η στάθμιση σε ρευστότητα. Οι ενδείξεις περί αρνητικής επίπτωσης στην οικονομική δραστηριότητα από την πρόσφατη επιδείνωση του κλίματος στις χρηματοοικονομικές αγορές και οι πολύπλευροι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία και τις επενδύσεις υψηλού κινδύνου, καθιστούν αναγκαία τη διατήρηση αυξημένης ρευστότητας, με σκοπό την αξιοποίηση επενδυτικών ευκαιριών που τυχόν παρουσιασθούν προσεχώς. |
| Στερλίνα | | ■ | |
| Γιεν | | ■ | |
| Ελβετικό φράγκο | | ■ | |

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ

210-326 8410

 **marketanalysis@alpha.gr**

Πάνος Ρεμούνδος


Μαρία Κουτουζή


Ιωάννης Κουραβέλος, CFA

Κωνσταντίνος Αναθρεπτάκης

 panos.remoundos@alpha.gr

 maria.koutouzi@alpha.gr

 ioannis.kouravelos@alpha.gr

 konstantinos.anathreptakis@alpha.gr