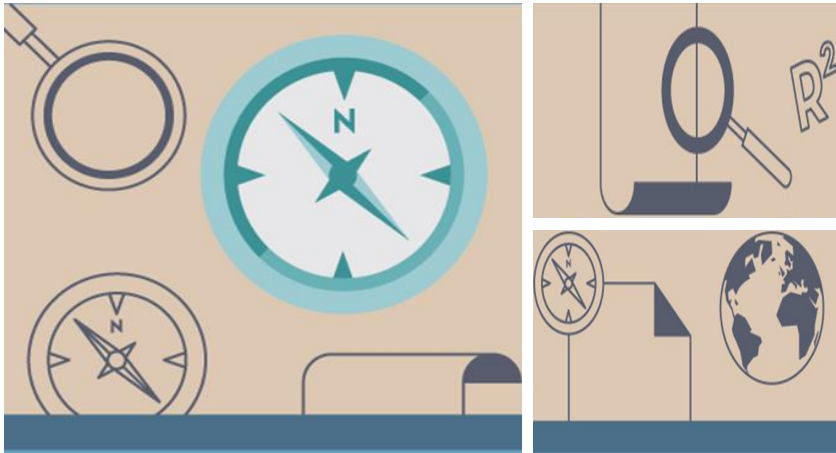


Navigator



Διεθνείς Αγορές & Επενδυτική Στρατηγική

β' τρίμηνο 2018

ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΓΟΡΩΝ & ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΑΝΑΛΥΣΕΩΣ 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 συνδεδόμενα 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.

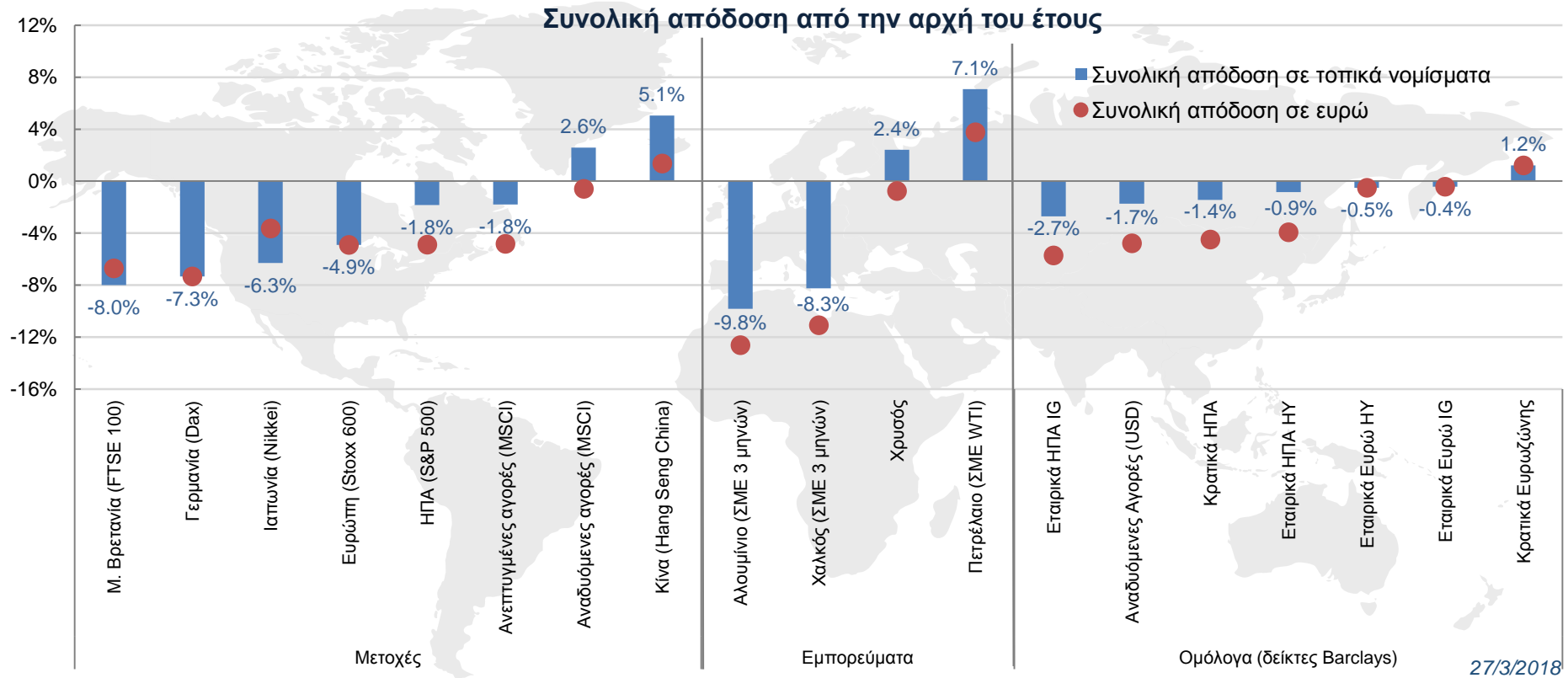
Προηγούμενη Ισορροπία

- Ιδιαίτερα επεκτατική νομισματική πολιτική
- Κίνδυνος αποπληθωριστικών πιέσεων
- Ιδιαίτερα χαμηλά ή και αρνητικά βραχυπρόθεσμα και μεσοπρόθεσμα επιτόκια
- Μακρά περίοδος ασυνήθιστα χαμηλής μεταβλητότητας, σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα
- Ισχυρότερο δολάριο ΗΠΑ
- Υψηλότεροι ρυθμοί ανάπτυξης πολλών ετών σε κύριες οικονομίες



Νέα πραγματικότητα

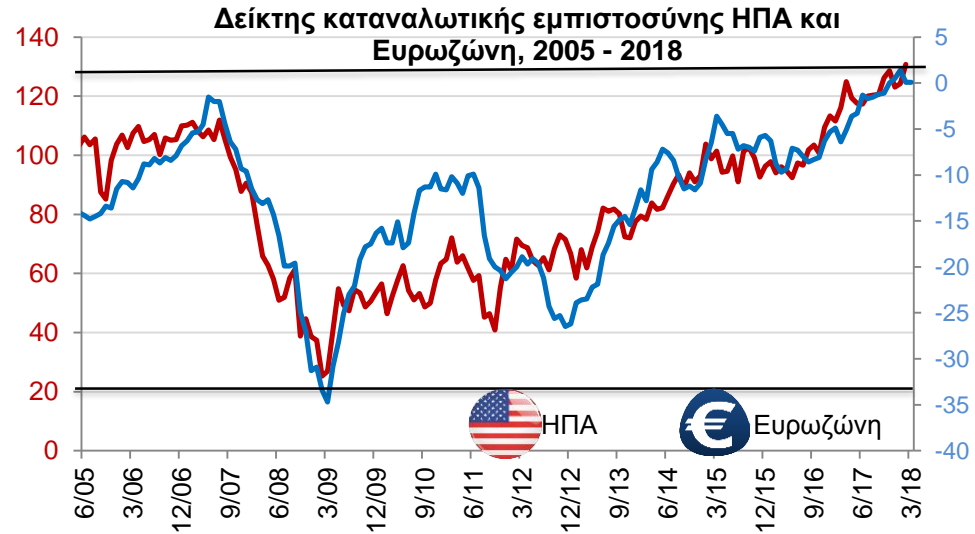
- Συγχρονισμένη και διευρυμένη οικονομική ανάπτυξη
- Ήπια ενίσχυση πληθωρισμού
- Λιγότερο υποστηρικτική νομισματική πολιτική, δημοσιονομική ενίσχυση
- Άνοδος επιτοκίων, ωστόσο σε επίπεδα χαμηλότερα του ιστορικού μέσου όρου
- Ενίσχυση της μεταβλητότητας
- Ασθενέστερο δολάριο ΗΠΑ
- Ωρίμανση του σταδίου ανάπτυξης ανεπτυγμένων οικονομιών



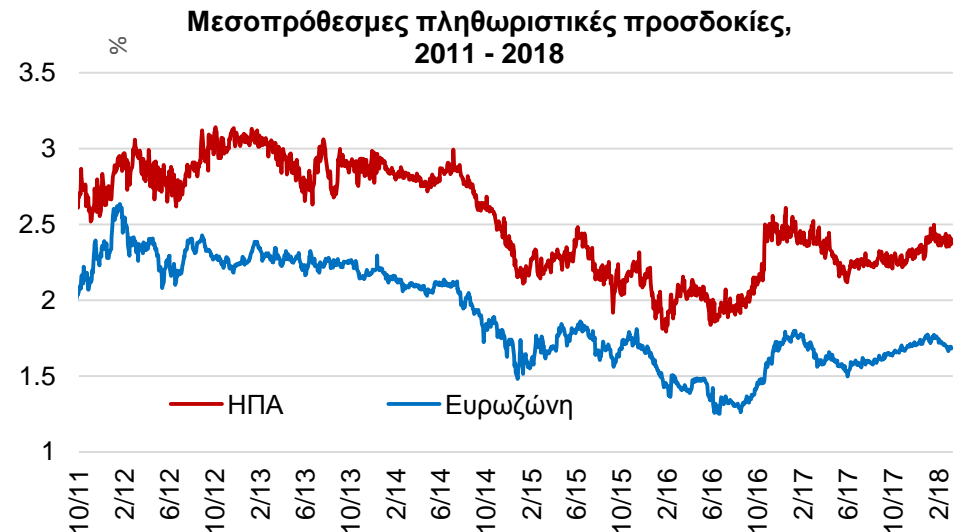
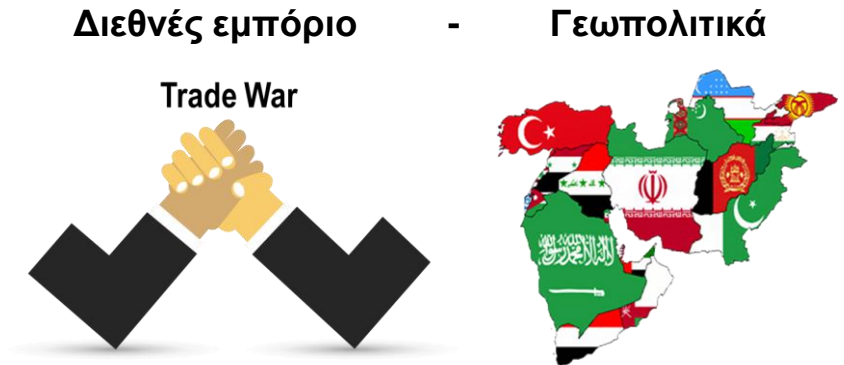
- ▶ Έντονες διακυμάνσεις στις μετοχικές αγορές κυρίως λόγω της ανησυχίας για την επίπτωση των υψηλότερων επιτοκίων και των μέτρων προστατευτισμού.
- ▶ Υπό πίεση οι τιμές κρατικών ομολόγων κυρίως λόγω ενίσχυσης των πληθωριστικών προσδοκιών και των εκτιμήσεων για λιγότερο υποστηρικτική πολιτική Κεντρικών Τραπεζών.
- ▶ Σημαντική άνοδος για την τιμή του πετρελαίου το α΄ τρίμηνο κυρίως λόγω ενίσχυσης της ζήτησης και της προοπτικής επέκτασης της συμφωνίας μείωσης της παραγωγής πετρελαίου ΟΠΕΚ – Ρωσίας για το 2019.
- ▶ Ο προβληματισμός για πολιτικές επιλογές και αποφάσεις του Προέδρου των ΗΠΑ επηρεάζει αρνητικά το δολάριο. Θετική για το ευρώ η εκτίμηση ότι θα ολοκληρωθεί εντός του έτους το πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ.

Σε στάδιο ωρίμανσης του αναπτυξιακού κύκλου οι ανεπτυγμένες οικονομίες. Προοπτική ισχυρότερης ανάπτυξης σε αναδυόμενες

- ▶ Η οικονομική ανάπτυξη είναι συγχρονισμένη και διευρυμένη με το ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας να εκτιμάται ότι θα παρουσιάσει περαιτέρω ενίσχυση (εκτίμηση ΔΝΤ 2018 & 2019: 3,9%) από το μεγαλύτερο ρυθμό ανάπτυξης από το 2011 που κατέγραψε το 2017 (εκτίμηση ΔΝΤ: 3,7%).
- ▶ Ωστόσο, οι ανεπτυγμένες οικονομίες εκτιμάται ότι είναι σε στάδιο ωρίμανσης του αναπτυξιακού κύκλου. Σύμφωνα με το ΔΝΤ ο ρυθμός ανάπτυξης των ανεπτυγμένων οικονομιών αναμένεται να διατηρηθεί στο 2,3% το 2018 και να διαμορφωθεί ελαφρώς χαμηλότερα (2,2%) το 2019.
- ▶ Διαφορετική η εικόνα στις αναδυόμενες οικονομίες για τις οποίες εκτιμούμε ότι η ανάπτυξη θα ενισχυθεί περαιτέρω τα επόμενα χρόνια, καθώς ο αναπτυξιακός κύκλος απέχει από την ωρίμανση. Το ΔΝΤ προβλέπει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης των αναδυόμενων οικονομιών θα ενισχυθεί το 2018 στο 4,9% (2017: 4,7%) και το 2019 στο 5%.
- ▶ Τη μεγαλύτερη βελτίωση αναμένεται να παρουσιάσουν οι οικονομίες που ευνοούνται από την άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων. Η προσέγγισή μας παραμένει επιλεκτική με βάση την αναπτυξιακή δυναμική, τη δημοσιονομική εικόνα και την πολιτική κατάσταση. Επενδυτικά, ξεχωρίζουμε την περιοχή της Ασίας (Κίνα, Ινδία) και τη Ρωσία.



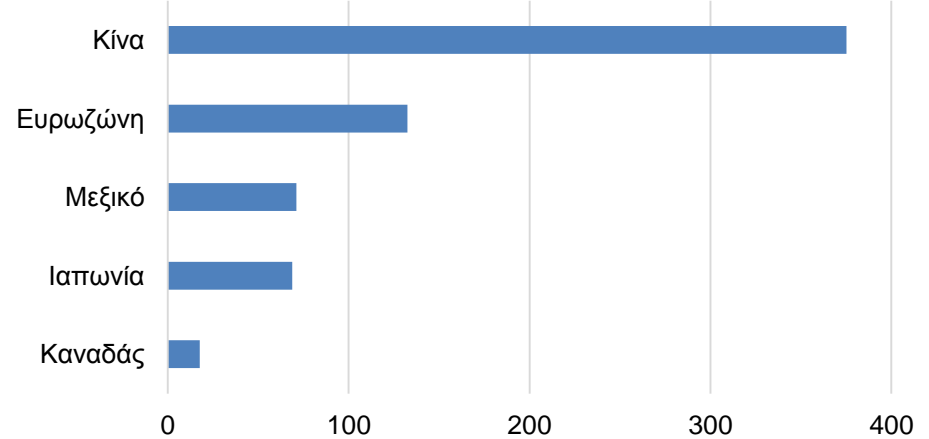
- ▶ Συχνότερες περιόδοι αυξημένης μεταβλητότητας.
- ▶ Ενδεχόμενη μεγαλύτερη της εκτιμώμενης ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών που θα μπορούσε να οδηγήσει σε ταχύτερη ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής και αύξηση των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων αναφοράς, κυρίως στις ΗΠΑ. Βραχυπρόθεσμα πιθανές αρνητικές επιπτώσεις σε κατηγορίες επενδύσεων.
- ▶ Ανησυχία για πολιτικές επιλογές και αποφάσεις του Προέδρου των ΗΠΑ και για πιθανό εμπορικό πόλεμο μετά την υιοθέτηση μέτρων προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο. Επιπτώσεις στον πληθωρισμό και στην ανάπτυξη.
- ▶ Αναζωπύρωση του προβληματισμού για την απήχηση των εθνικιστικών, λαϊκίστικων κομμάτων μετά το αποτέλεσμα των εκλογών στην Ιταλία. Πιθανή ενίσχυση του προβληματισμού για τη δημοσιονομική κατάσταση της Ιταλίας. Γεωπολιτικές εξελίξεις, κυρίως στην περιοχή της Μέσης Ανατολής. Διαδικασία εξόδου Μ. Βρετανίας από την Ε.Ε..
- ▶ Ωρίμανση του σταδίου ανάπτυξης ανεπτυγμένων οικονομιών.



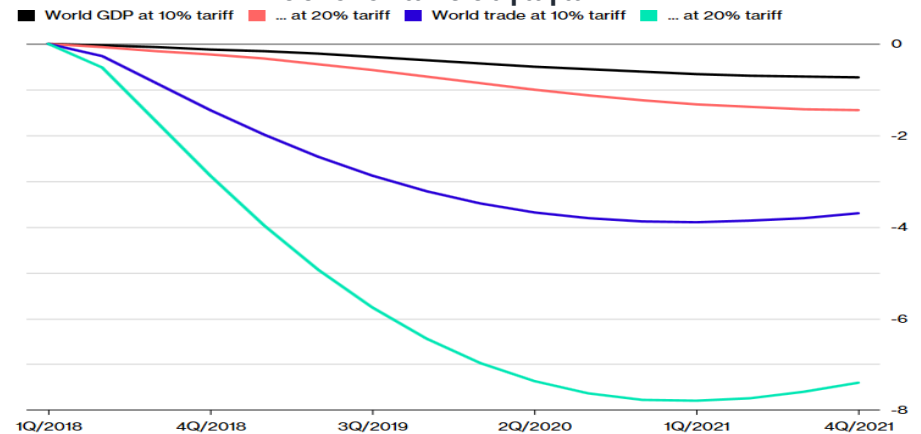
Αρνητικός αλλά ήπιος προσωρινά ο αντίκτυπος από τους δασμούς

- ▶ Ο Πρόεδρος των ΗΠΑ ανακοίνωσε επιβολή δασμών σε εισαγωγές χάλυβα (25%) και αλουμινίου (10%). Σύμφωνα με το ινστιτούτο Brookings, το 32% των εισαγωγών χάλυβα και αλουμινίου προέρχεται από τις χώρες NAFTA, ενώ σχετικώς περιορισμένο είναι το ποσοστό των εισαγωγών από Κίνα (7%) και Ρωσία (6%). Διευκρινίσθηκε ότι θα εξαιρεθούν προσωρινά οι χώρες Αυστραλία, Ν. Κορέα, Καναδάς, Μεξικό, Αργεντινή, Βραζιλία και η Ε.Ε..
- ▶ Το μεγαλύτερο εμπορικό έλλειμμα των ΗΠΑ είναι με την Κίνα. Οι ΗΠΑ προέβησαν σε επιβολή δασμών και περιορισμών σε επενδύσεις ύψους \$50 δισ. και η Κίνα απάντησε με δασμούς \$3 δισ. σε εισαγωγές από τις ΗΠΑ.
- ▶ Σύμφωνα με το Υπουργείο Εμπορίου των ΗΠΑ, κατά τις προηγούμενες δεκαετίες ήταν πτωτική η τάση του μέσου όρου ποσοστού δασμών στις εισαγωγές. Κατά τη Μεγάλη Ύφεση (1929-1932) το ποσοστό δασμών είχε φθάσει στο μέγιστο σημείο (60%), ενώ στη συνέχεια υποχώρησε σταδιακά χαμηλότερα του 10% τη δεκαετία του 1970, υπό του 5% στα έτη 2000-2007 και στο τρέχον 1,5%.
- ▶ Οι δασμοί που έχουν ανακοινωθεί θεωρείται ότι δεν έχουν σημαντική επίπτωση στην παγκόσμια οικονομία. Στο σενάριο που οι ΗΠΑ επιβάλλουν δασμούς 10% στο σύνολο των εισαγωγών και οι υπόλοιπες χώρες παγκοσμίως αντιδράσουν αντίστοιχα, η παγκόσμια οικονομία αναμένεται ότι θα υποστεί συνολική αρνητική επίπτωση της τάξεως του 0,5% έως το 2020 (εκτίμηση Bloomberg).

Εμπορικό έλλειμμα με ΗΠΑ σύνολο έτους σε δισ. \$ (2017)

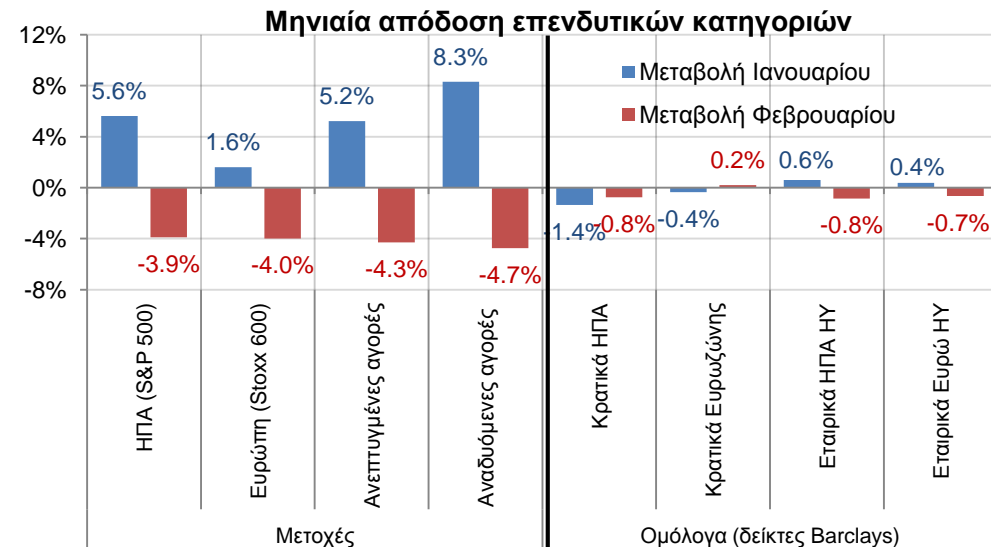


Εκτιμώμενη επίπτωση επιβολής δασμών 10% και 20% στο σύνολο των εισαγωγών

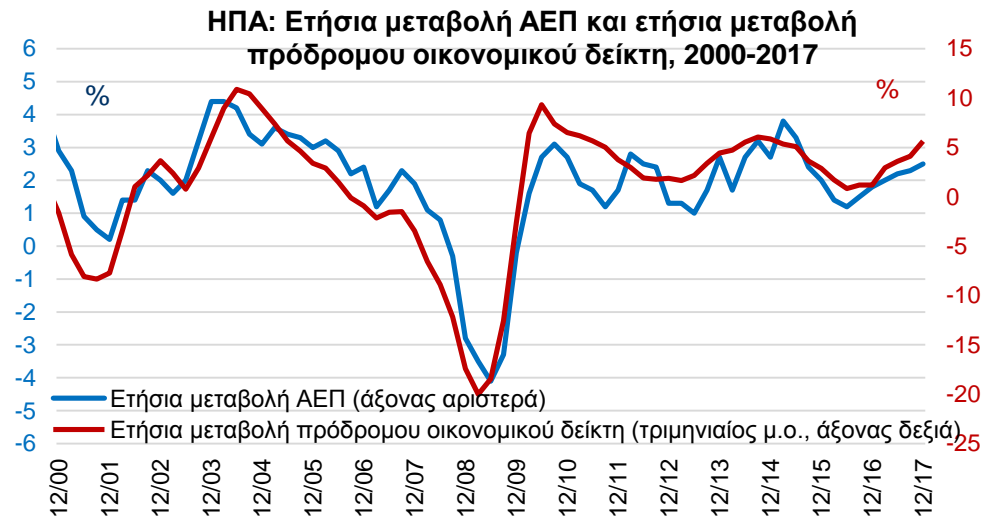


Source: Bloomberg Economics
Note: Y-axis shows deviation from baseline in percent

- ▶ Ενίσχυση της μεταβλητότητας στις διεθνείς αγορές μετά από ασυνήθιστα μακρά περίοδο χαμηλών διακυμάνσεων.
- ▶ Ο βασικός δείκτης μεταβλητότητα του δείκτη S&P 500 ανήλθε προσωρινά στις 6 Φεβρουαρίου σε επίπεδο που συνιστά κρίση (υψηλό από τον Αύγουστο 2015), εξαιτίας της ανησυχίας για ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών και λόγω αυτοματοποιημένων αλγοριθμικών συναλλαγών σε στρατηγικές χαμηλής μεταβλητότητας.
- ▶ Η μεταβλητότητα στη μετοχική αγορά των ΗΠΑ πλέον διαμορφώνεται περί το 20%, η οποία είναι υψηλότερα από το μέσο όρο 200 ημερών (12%), αλλά δεν σηματοδοτεί συστημική κρίση.
- ▶ Το περιβάλλον ιδιαίτερα χαμηλής μεταβλητότητας που παρατηρήθηκε το 2017 δεν αναμένεται να επαναληφθεί το 2018 και οι βασικές κατηγορίες επενδύσεων εκτιμάται ότι θα παρουσιάσουν συχνές εναλλαγές κατεύθυνσης μέσα στο έτος.
- ▶ Η υψηλότερη μεταβλητότητα συνδέεται κυρίως με την προοπτική υιοθέτησης αυστηρότερης πολιτικής από Κεντρικές Τράπεζες.

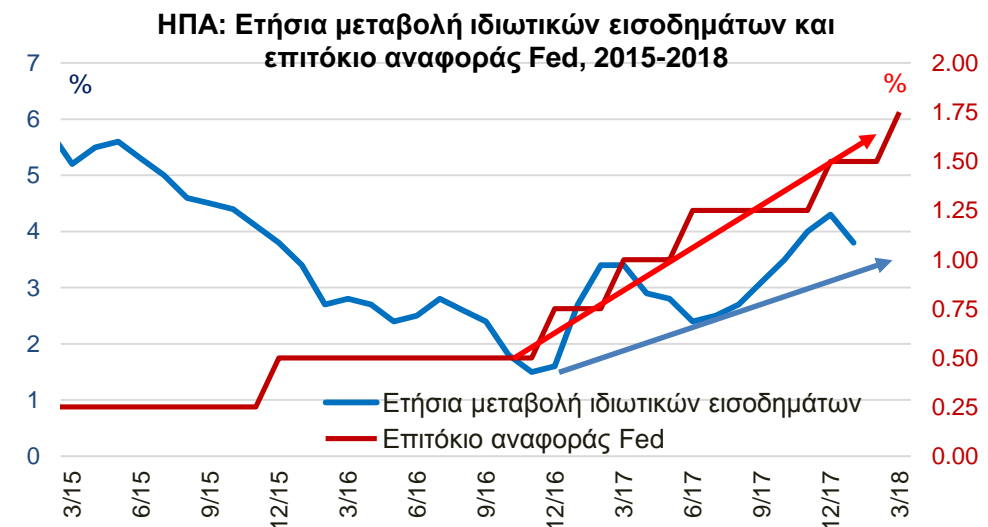
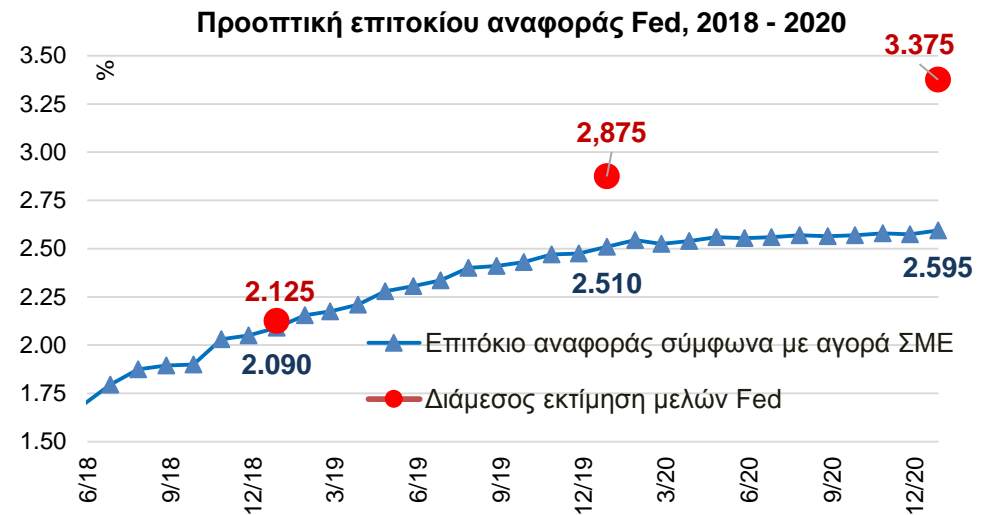


- ▶ Οι νέες θέσεις εργασίας μη συμπεριλαμβανομένου του αγροτικού τομέα κατέγραψαν το Φεβρουάριο υψηλό (313.000) από τον Ιούλιο 2016. Το ποσοστό ανεργίας διατηρήθηκε σε χαμηλό (4,1%) από το Δεκέμβριο 2000.
- ▶ Ο πρόδρομος οικονομικός δείκτης εμφάνισε σε ετήσια βάση το Φεβρουάριο την ισχυρότερη αύξηση (6,2%) από τον Ιούλιο 2014. Η αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ το 2017 διαμορφώθηκε στο 2,3% (μ.ο. 10 ετών: 1,4%, 30 ετών: 2,5%). Η Atlanta Fed εκτιμά (23/3) ότι το ΑΕΠ ενισχύεται κατά 1,8% σε ετησιοποιημένη τριμηνιαία βάση στο α' τρίμηνο 2018.
- ▶ Ο μέσος όρος των ωριαίων αποδοχών αυξήθηκε σε ετήσια βάση το Φεβρουάριο κατά 2,6% (Ιανουάριος: 2,8%, ιστορικός μέσος όρος: 2,4%), καταδεικνύοντας ότι οι πληθωριστικές πιέσεις είναι ήπιες.
- ▶ Ο μέσος όρος των τεσσάρων κύριων μεγεθών πληθωρισμού στις ΗΠΑ (PCE, δομικός PCE, πληθωρισμός, δομικός πληθωρισμός) παραμένει σε σχετικώς χαμηλό επίπεδο (1/18: 1,8%). Το Φεβρουάριο ο συνολικός πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 2,2% και ο δομικός στο 1,8%. Σύμφωνα με εκτίμηση της Fed N. Υόρκης η υποκείμενη τάση του πληθωρισμού, λαμβάνοντας υπόψη ένα διευρυμένο ορισμό, είναι ανοδική και διαμορφώνεται σε υψηλό από το 2006.



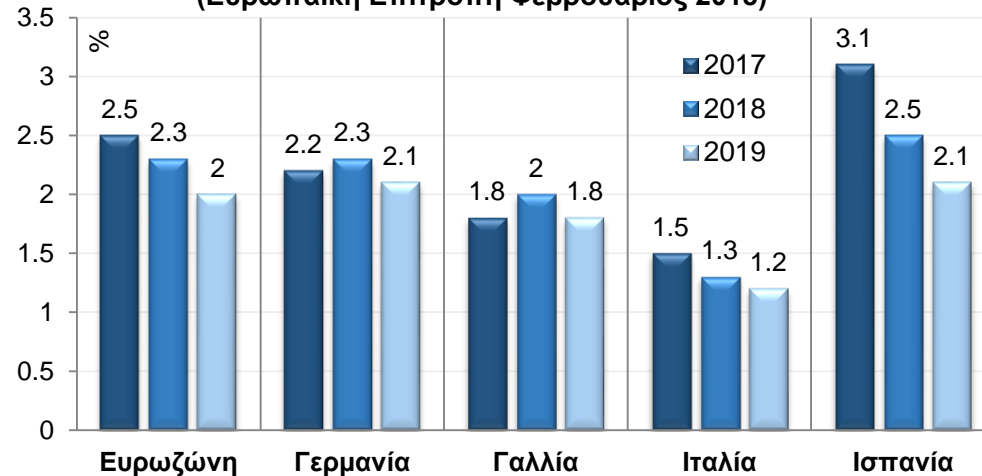
Ενδεχόμενη επιτάχυνση των αυξήσεων επιτοκίου Fed, περί το 3% το 2019

- ▶ Η Fed αύξησε το επιτόκιο αναφοράς (21/3) σε εύρος 1,50%-1,75%. Η διάμεσος εκτίμηση των μελών παραπέμπει σε συνολικά τρεις αυξήσεις επιτοκίου το 2018 και σε τρεις αυξήσεις το 2019 έναντι δυο αυξήσεων προηγουμένως (12/17). Επτά από τα δεκαπέντε μέλη της αναμένουν συνολικά τέσσερις αυξήσεις επιτοκίου αναφοράς το 2018 (12/17: τέσσερα μέλη), γεγονός που καταδεικνύει ότι η απόφαση για συνολικά τρεις ή τέσσερις αυξήσεις το τρέχον έτος θα είναι οριακή.
- ▶ Η Fed αναμένει ότι το επιτόκιο αναφοράς θα διαμορφωθεί στο 2,9% (12/17: 2,7%) έως το τέλος του 2019 και στο 3,4% το 2020 (12/17: 3,1%). Διατηρήθηκε αμετάβλητη η εκτίμηση για το δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας στο 1,8%, ενώ αναθεωρήθηκε ανοδικά η πρόβλεψη για την αύξηση του ΑΕΠ το 2018 στο 2,7% από 2,5% προηγουμένως. Η εκτίμηση για το δομικό πληθωρισμό παρέμεινε αμετάβλητη πλησίον του 2% (1,9%).
- ▶ Τα ιδιωτικά εισοδήματα στις ΗΠΑ ενισχύθηκαν σε ετήσια βάση τον Ιανουάριο κατά 3,8% (Δεκέμβριος: 4,3%), παραμένοντας υψηλότερα του μ.ο. 10 ετών (3,2%). Η άνοδος των ιδιωτικών εισοδημάτων παραπέμπει σε τάση ενίσχυσης του πληθωρισμού και αύξησης επιτοκίου Fed. Θεωρούμε ότι στο τέλος 2019, το επιτόκιο αναφοράς της Fed θα διαμορφώνεται περί το 3%.



- ▶ Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας στην Ευρωζώνη διαμορφώθηκε το 2017 σε υψηλό (2,5%) από το 2007, κυρίως λόγω της σημαντικής συνεισφοράς της ιδιωτικής κατανάλωσης και των καθαρών εξαγωγών.
- ▶ Για το 2018, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται ηπιότερος σε σχέση με το προηγούμενο έτος, κυρίως λόγω της αρνητικής επίπτωσης που αναμένεται να έχει η ενίσχυση του ευρώ στις καθарές εξαγωγές και της λιγότερο θετικής συμβολής του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ.
- ▶ Η Ευρωπαϊκή Επιτροπή προβλέπει ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας της Ευρωζώνης το 2018 θα διαμορφωθεί στο 2,3% και το 2019 στο 2%.
- ▶ Υποχώρηση παρουσιάζουν οι πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας, παραμένοντας ωστόσο σε επίπεδο που καταδεικνύει ισχυρή ανάπτυξη της οικονομίας. Ο δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης υποχώρησε το Μάρτιο για τρίτο συνεχόμενο μήνα (112,6, μ.ο. 12 μηνών: 112,2).
- ▶ Ο πληθωρισμός παραμένει υποτονικός, με την ΕΚΤ να εκτιμά ότι θα διαμορφωθεί στο 1,4% το 2018 και το 2019. Για το 2020 προβλέπεται πληθωρισμός στο 1,7%.

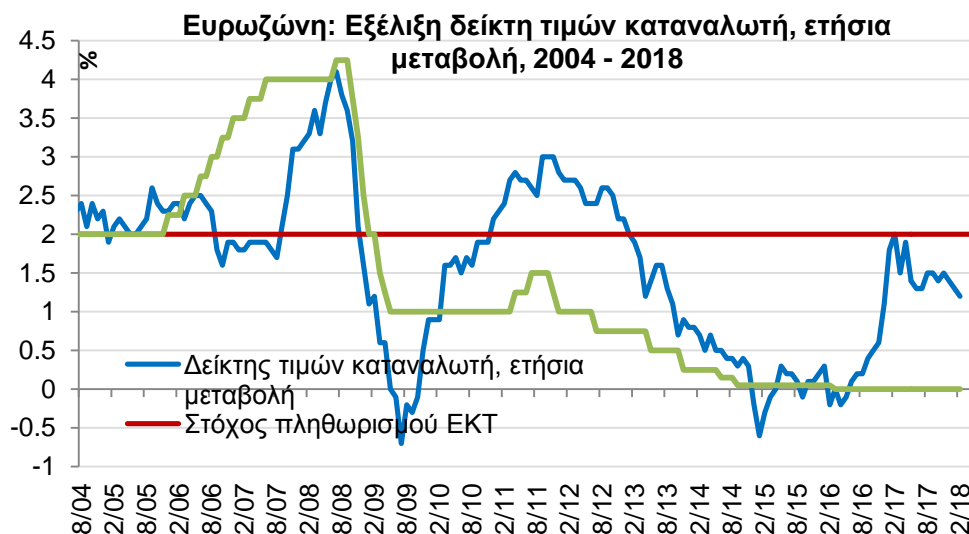
**Προοπτική ΑΕΠ Ευρωζώνης
(Ευρωπαϊκή Επιτροπή Φεβρουάριος 2018)**



Ευρωζώνη: Δείκτες PMI και δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης, 2000 - 2018



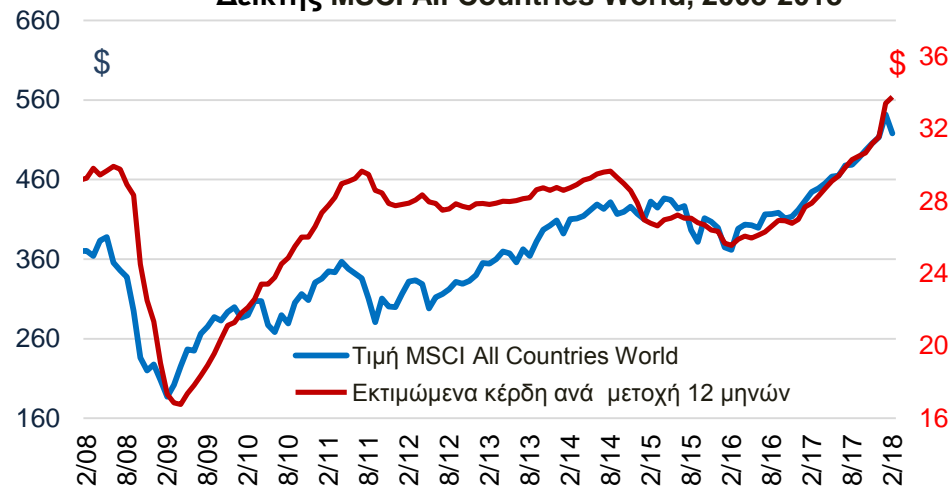
- ▶ Η διατήρηση των ευνοϊκών μακροοικονομικών δεδομένων στην Ευρωζώνη έχει συμβάλει στην ενίσχυση της πιθανότητας ότι η πολιτική της ΕΚΤ θα είναι λιγότερο υποστηρικτική.
- ▶ Η υποχώρηση του πληθωρισμού το Φεβρουάριο σε χαμηλό (1,1%) από το Δεκέμβριο 2016 συντηρεί την εκτίμηση ότι θα καθυστερήσει αρκετά η πρώτη αύξηση των επιτοκίων. Η ΕΚΤ αναμένει ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν στα τρέχοντα επίπεδα για παρατεταμένη περίοδο μετά το τέλος του προγράμματος αγοράς τίτλων.
- ▶ Η ΕΚΤ στη σύσκεψη του Μαρτίου αφαίρεσε τη φράση από το κείμενο των αποφάσεων για πιθανή αύξηση του ύψους του προγράμματος αγοράς τίτλων, καθώς έχει βελτιωθεί σημαντικά η οικονομική συγκυρία σε σχέση με τις αρχές του 2016 που προστέθηκε.
- ▶ Ενισχύεται η πιθανότητα για πιο αυστηρή προσέγγιση από την ΕΚΤ λόγω των αλλαγών που επίκεινται στο εκτελεστικό της συμβούλιο. Οι πιθανότεροι υποψήφιοι για τη θέση του Προέδρου θεωρούνται υπέρμαχοι της λιγότερο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής.
- ▶ Κατά την εκτίμησή μας η ΕΚΤ θα ολοκληρώσει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων το 2ο τρίμηνο 2018. Η αύξηση του αρνητικού επιτοκίου αποδοχής καταθέσεων εκτιμούμε ότι θα πραγματοποιηθεί περί τα μέσα του 2019.



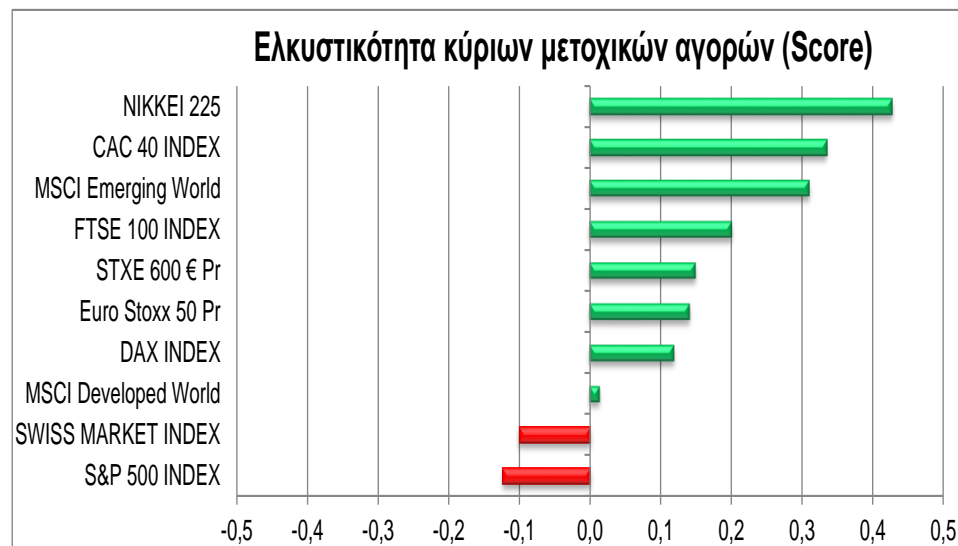
Ιστορικό υψηλό για τον παγκόσμιο μετοχικό δείκτη τον Ιανουάριο με στήριξη από τα ευνοϊκά θεμελιώδη

- ▶ Ο παγκόσμιος μετοχικός δείκτης MSCI All countries εμφάνισε στις 26 Ιανουαρίου την ιστορικά υψηλότερη τιμή κλεισίματος. Στη συνέχεια καταγράφηκε υποχώρηση κατά περίπου 9% (26/1-8/2), ενώ μετέπειτα ανακάμπτει (8/2-26/3: 1,6%). Η συνολική απόδοση του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη από το τέλος του 2017 είναι -0,7% σε δολάριο (σε ευρώ: -4,1%) και ενός έτους στο 16% σε δολάριο (σε ευρώ: 0,7%).
- ▶ Τα έσοδα ανα μετοχή του δείκτη (12-μηνών) ενισχύονται σε ετήσια βάση κατά 9%, τα προσαρμοσμένα καθαρά κέρδη κατά περίπου 14% και τα μερίσματα κατά 13% (28/2). Σε ανοδική τάση τα εκτιμώμενα κέρδη για τους επόμενους 12 μήνες.
- ▶ Η δολαριακή συνολική απόδοση ενός έτους του δείκτη MSCI αναδυομένων αγορών διαμορφώνεται στο 25% (8,7% σε ευρώ) έναντι 15% περίπου του δείκτη ανεπτυγμένων (-0,3% σε ευρώ). Παρά την υπεραπόδοση, ο δείκτης αναδυομένων αγορών παραμένει ευνοϊκότερα αποτιμημένος έναντι του δείκτη ανεπτυγμένων αγορών. Εντός των ανεπτυγμένων αγορών ελκυστικός ο δείκτης Nikkei.

Δείκτης MSCI All Countries World, 2008-2018

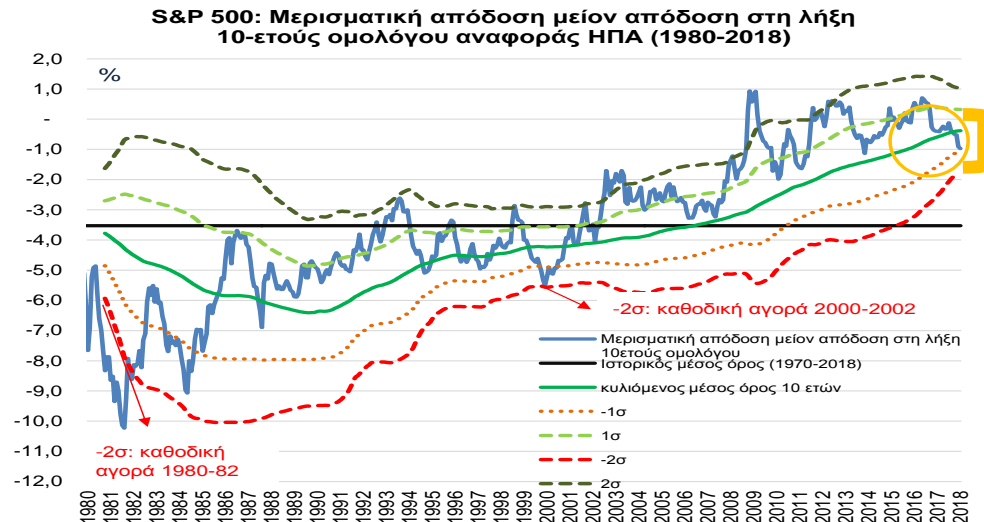
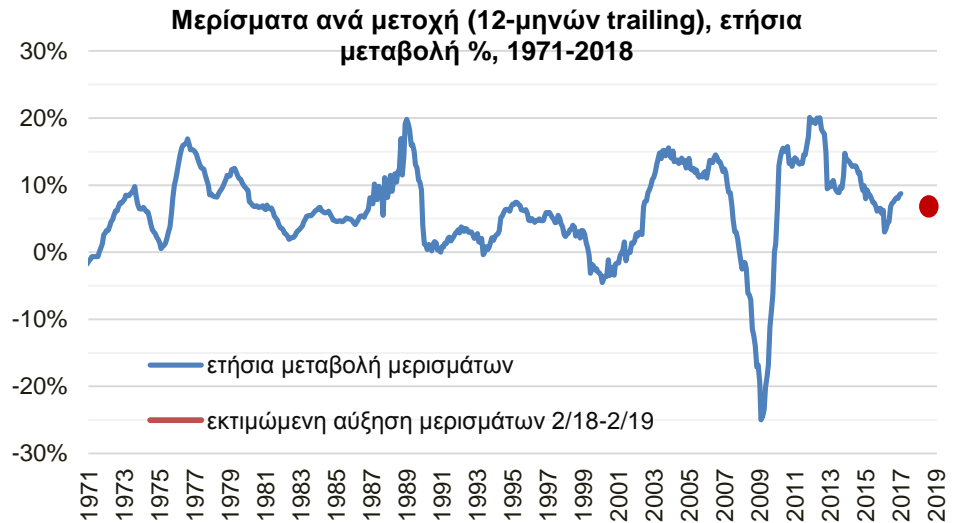


Ελκυστικότητα κύριων μετοχικών αγορών (Score)



Ενισχυμένη προσφάτως η μεταβλητότητα του S&P 500. Ευνοϊκά παραμένουν τα θεμελιώδη μεγέθη

- ▶ Ο δείκτης S&P 500 κατέγραψε τον Ιανουάριο την ιστορικά υψηλότερη τιμή κλεισίματος (26/1: 2.873). Σε ετήσια βάση τα έσοδα ανά μετοχή 12 μηνών ενισχύονται κατά περίπου 7%, τα προσαρμοσμένα καθαρά κέρδη ανά μετοχή κατά 13% και τα μερίσματα κατά περίπου 9%.
- ▶ Η διαφορά μερισματικής απόδοσης έναντι της απόδοσης στη λήξη του 10-ετούς ομολόγου αναφοράς ΗΠΑ διαμορφώθηκε στο -1% (28/2), το οποίο είναι χειρότερο έναντι του μέσου όρου 10 ετών (-0,4%) αλλά καλύτερο έναντι του ιστορικού μέσου όρου (1970-2018: -3,5%).
- ▶ Στην καθοδική αγορά του 2000 και του 1981-1982, η ανωτέρω διαφορά εμφάνιζε χειρότερη εικόνα προσεγγίζοντας στις -2 τυπικές αποκλίσεις. Με στοιχεία Φεβρουαρίου 2018 θα ισοδυναμούσε με απόδοση στη λήξη 10ετούς περί το 3,7%.
- ▶ Θεωρούμε ότι η ευνοϊκή εικόνα εσόδων, καθαρών κερδών και μερισμάτων θα προσφέρει στήριξη και ενδεχομένως θα συμβάλει σε διατήρηση της μακροπρόθεσμης ανοδικής τάσης.

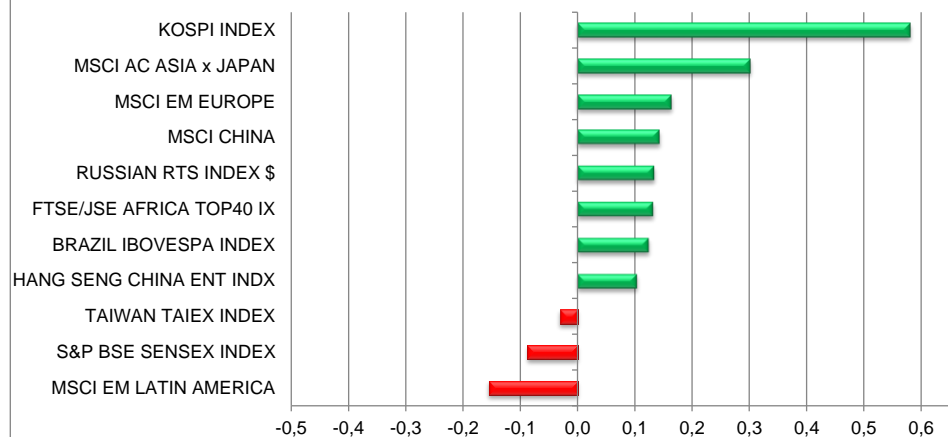


- ▶ Θετική η επίδοση των κυριότερων αναδυόμενων αγορών. Η δολαριακή απόδοση ενός έτους του δείκτη MSCI αναδυόμενης Ασίας διαμορφώνεται στο 27% περίπου (9,9% σε ευρώ), του δείκτη αναδυόμενης Ευρώπης στο 20,5% (4,6% σε ευρώ) και του δείκτη Λατινικής Αμερικής στο 19,4% (3,6% σε ευρώ).
- ▶ Ο δείκτης P/Book του MSCI αναδυόμενων αγορών διαμορφώνεται στις 1,8 φορές έναντι 2,4 φορές του MSCI ανεπτυγμένων. Η διαίρεση των δυο, δίνει λόγο 0,75 έναντι μέσου όρου δεκαετίας στο 0,85, ένδειξη ευνοϊκότερης αποτίμησης για τον MSCI αναδυόμενων έναντι ανεπτυγμένων αγορών.
- ▶ Σχετικά με τις ευρύτερες περιοχές αναδυόμενων μετοχικών αγορών, ευνοϊκότερη εικόνα εμφανίζουν ο δείκτης MSCI Ασίας εκτός Ιαπωνίας και ο MSCI αναδυόμενης Ευρώπης. Ο δείκτης MSCI αναδυόμενης Ασίας εμφανίζει αύξηση σε ετήσια βάση των εσόδων ανά μετοχή κατά 12% και ο δείκτης αναδυόμενης Ευρώπης κατά 11%. Στο 6% εμφανίζεται η ετήσια αύξηση εσόδων για το δείκτη MSCI Λατινικής Αμερικής.
- ▶ Από άποψη μεμονωμένων χωρών, ευνοϊκή η εικόνα Ν. Κορέας, Ρωσίας, Κίνας και Βραζιλίας.

**MSCI αναδυόμενων αγορών/ανεπτυγμένων αγορών:
Λόγος αριθμοδείκτη P/Book**



Ελκυστικότητα αναδυόμενων μετοχικών αγορών (Score)



Κλαδική έκθεση στο πλαίσιο διαφοροποίησης



Χρημα/νομικός κλάδος



Ευνοϊκή επίπτωση στην κερδοφορία από την άνοδο των επιτοκίων.

Υγιέστερη εικόνα κλάδου έναντι παρελθόντος.

Ευνοϊκότερη αποτίμηση κλάδου έναντι αγοράς.

■ Μεταβολή από αρχή έτους ■ Μεταβολή 2017

-2.0%

20.6%



Τεχνολογικός κλάδος



Υψηλοί ρυθμοί αυξήσεως εσόδων και κερδοφορίας.

Ευνοϊκή επίπτωση από ισχυρή παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη.

Οφέλη από παγκοσμιοποίηση, αυτοματοποίηση, καινοτομία.

Θεματικές επιλογές ρομποτικής, τεχνητής νοημοσύνης, κυβερνοασφάλειας.

2.2%

39.6%



Βιομηχανικός κλάδος



Ευνοείται από τη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας.

Ισχυροποίηση της βιομηχανικής παραγωγής και δεικτών μεταποίησης.

Οφέλη από προγράμματα υποδομών σε ΗΠΑ και Κίνα.

-2.4%

22.9%



Ενεργειακός κλάδος



Ευνοϊκό το περιβάλλον ανοδικού πληθωρισμού.

Τάση άνοδου τιμής πετρελαίου και αύξηση παγκόσμιας ζήτησης.

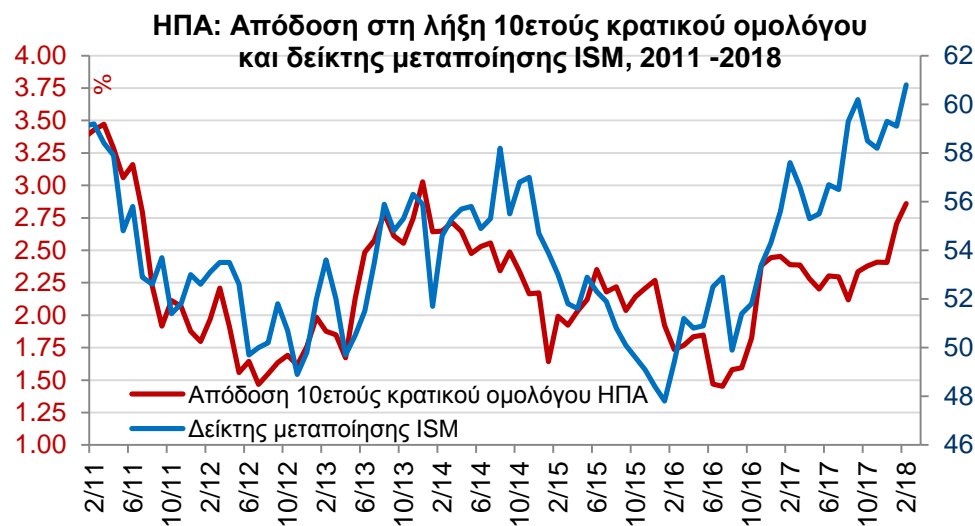
Ελκυστική αποτίμηση.

-5.1%

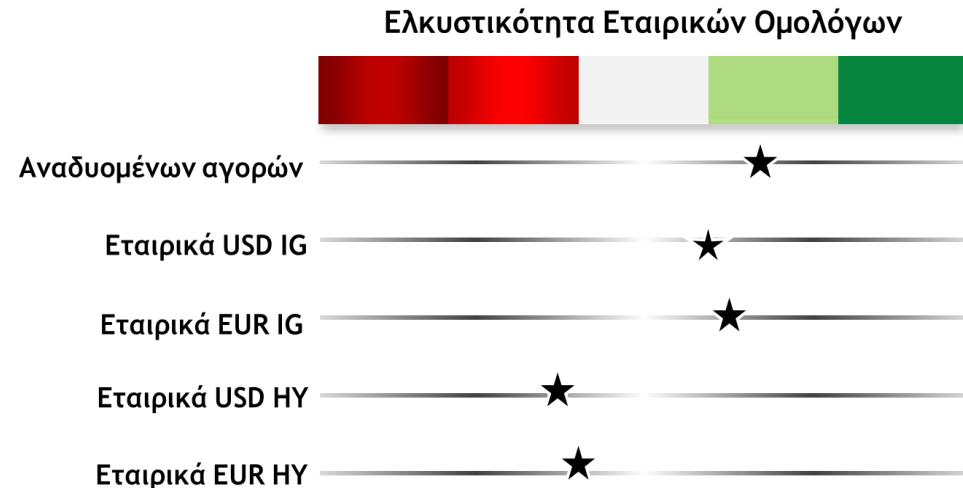
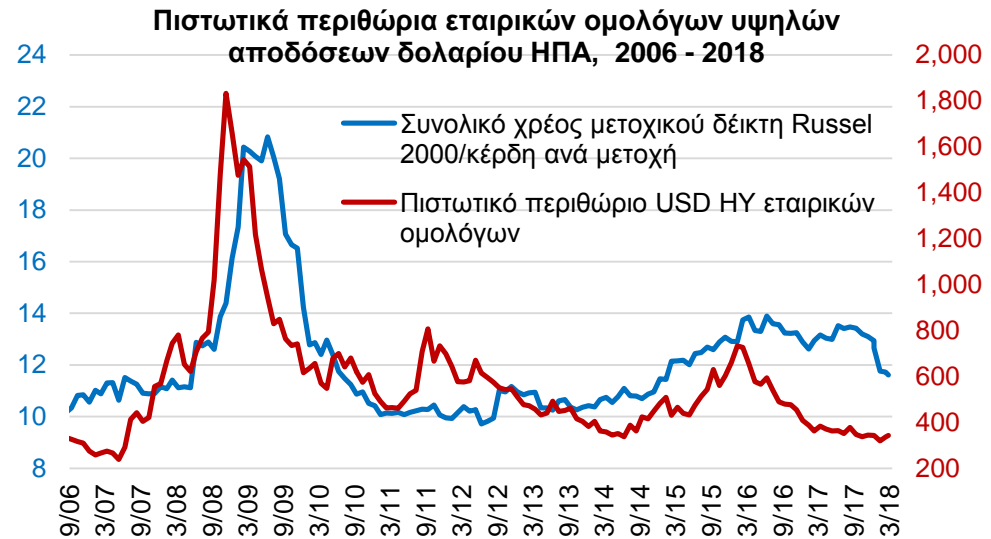
2.3%

Δείκτες: S&P Global 1200 σε USD, 27/3

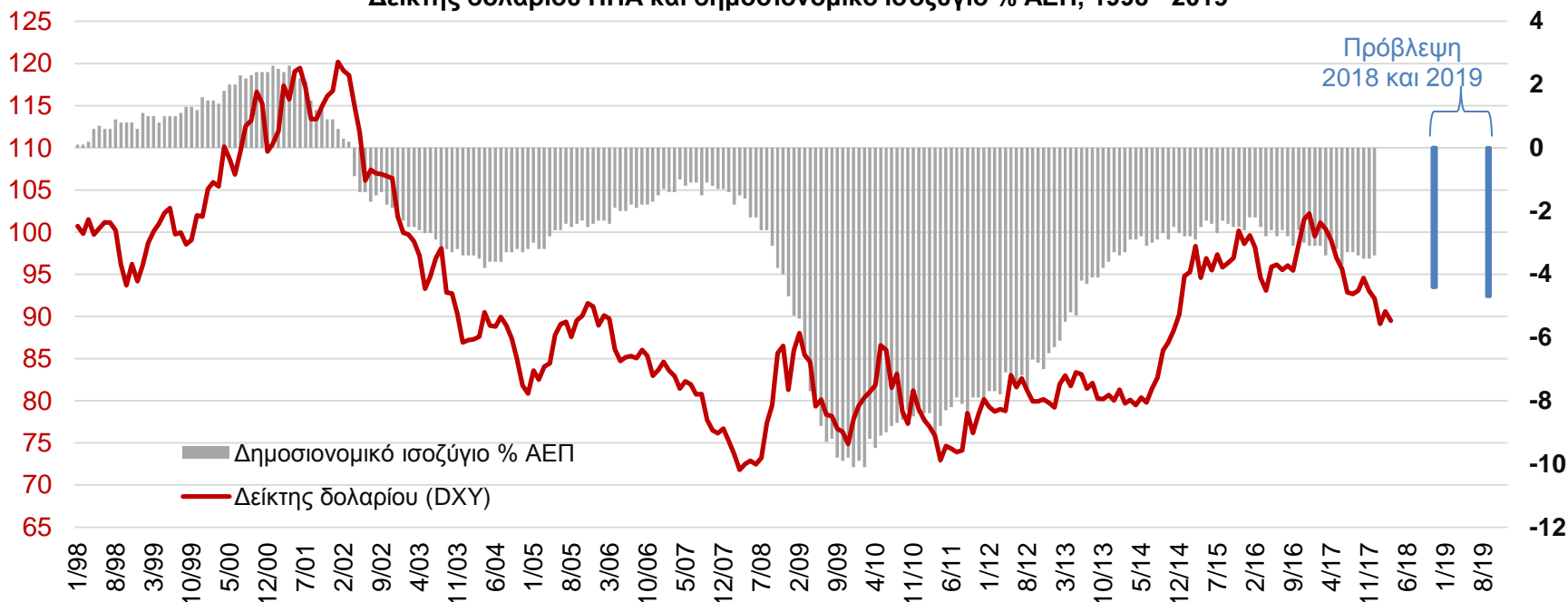
- ▶ Ενίσχυση της μεταβλητότητας των τιμών κρατικών ομολόγων εξαιτίας αύξησης των πληθωριστικών προσδοκιών και μεταβαλλόμενων εκτιμήσεων για την προοπτική της πολιτικής Κεντρικών Τραπεζών.
- ▶ Η εκτίμηση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ θα είναι ισχυρότερος από ό,τι αρχικά αναμενόταν σε συνδυασμό με την αύξηση του πληθωρισμού επηρέασαν αρνητικά τις τιμές κρατικών ομολόγων. Ενδεχόμενη επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών λόγω της επίπτωσης του σχεδίου φορολογικής μεταρρύθμισης και του εκτιμώμενου σχεδίου αύξησης δαπανών για υποδομές αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις τιμές κρατικών ομολόγων ΗΠΑ.
- ▶ Στήριξη στις τιμές κρατικών ομολόγων παρέχει η ενισχυμένη ζήτηση για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου λόγω της ανησυχίας για μέτρα προστατευτισμού.
- ▶ Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου στη Γερμανία ανήλθε στις αρχές Φεβρουαρίου σε υψηλό (0,81%) από το Σεπτέμβριο 2015. Αναφορές αξιωματούχων της ΕΚΤ ότι δεν θα καθυστερήσει η ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής επηρέασαν αρνητικά τις τιμές ομολόγων.
- ▶ Οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων Γερμανίας αναμένεται να κινηθούν υψηλότερα λόγω της εκτίμησης για ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς τίτλων.



- ▶ Η ενίσχυση του πληθωρισμού επηρεάζει αρνητικά τις τιμές των εταιρικών ομολόγων, ωστόσο οι ευνοϊκές μακροοικονομικές ανακοινώσεις και εταιρικά αποτελέσματα παρέχουν στήριξη.
- ▶ Τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων (HY) είναι περισσότερο ευάλωτα σε διακυμάνσεις, καθώς θεωρούνται υπερτιμημένα λαμβάνοντας υπόψη τα ιστορικά δεδομένα και τα θεμελιώδη στοιχεία.
- ▶ Σε περιόδους ωρίμανσης της οικονομικής ανάπτυξης η συμπεριφορά των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας είναι ευνοϊκότερη. Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής βαθμίδας σε ευρώ ευνοούνται, καθώς η ΕΚΤ αγοράζει σημαντικά ποσά τουλάχιστον έως το Σεπτέμβριο 2018.
- ▶ Στήριξη στις τιμές εταιρικών ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας σε δολάριο παρέχει η εκτίμηση ότι θα είναι λιγότερες οι νέες εκδόσεις ομολόγων το τρέχον έτος συγκριτικά με το 2017.
- ▶ Το επιτοκιακό έσοδο και η υποστηρικτική οικονομική πολιτική ευνοούν τα ομόλογα αναδυομένων αγορών. Το Φεβρουάριο καταγράφηκαν εκροές κεφαλαίων από ομόλογα στην αναδυόμενη Ασία (-\$0,83 δισ.) για πρώτη φορά από το Δεκέμβριο 2016 (μ.ο. 12 μηνών: \$7,5 δισ.).

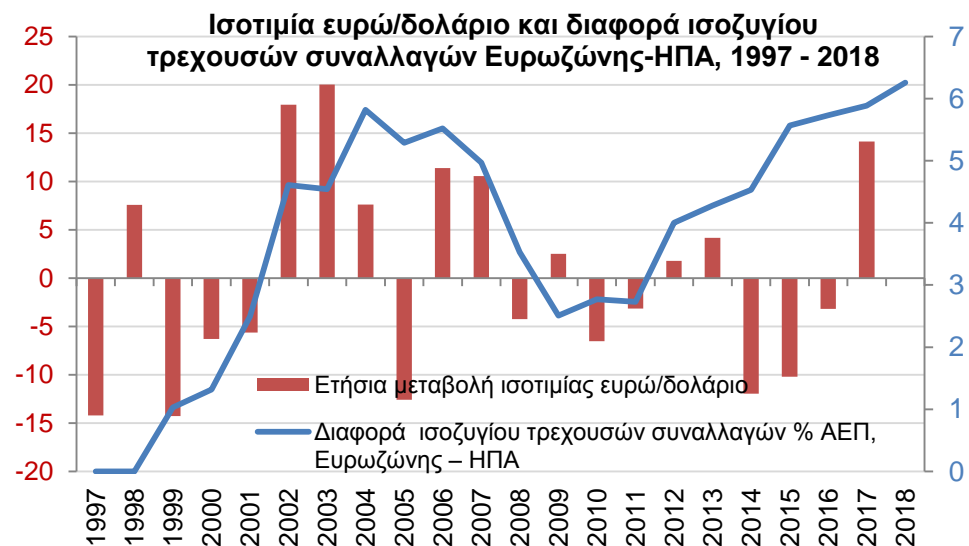
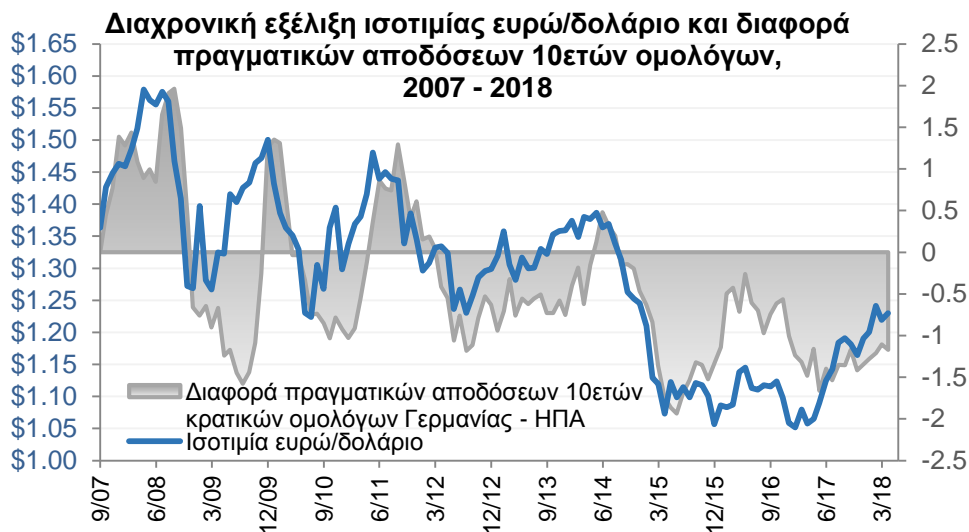


Δείκτης δολαρίου ΗΠΑ και δημοσιονομικό ισοζύγιο % ΑΕΠ, 1998 - 2019



- ▶ Ο δείκτης δολαρίου ΗΠΑ υποχώρησε σε χαμηλό (88,3, 16/2) από το Δεκέμβριο 2014. Η προοπτική διεύρυνσης του δημοσιονομικού ελλείμματος και του ελλείμματος τρεχουσών συναλλαγών στις ΗΠΑ επηρεάζει δυσμενώς. Αρνητική για το δολάριο η ενίσχυση της πολιτικής αβεβαιότητας στις ΗΠΑ μετά την παραίτηση του οικονομικού συμβούλου του Προέδρου των ΗΠΑ και την αποπομπή του Υπουργού Εξωτερικών.
- ▶ Η ενίσχυση της πιθανότητας αύξησης του βασικού επιτοκίου της Τραπέζης της Αγγλίας υποστηρίζει τη στερλίνα. Θετικά επηρεάζει τη στερλίνα η συμφωνία της Μ. Βρετανίας με την Ε.Ε. για το προσχέδιο μέρους της συνθήκης του Brexit, το οποίο περιλαμβάνει μεταβατική περίοδο 21 μηνών μετά το Μάρτιο 2019.
- ▶ Το γιεν ανήλθε έναντι του δολαρίου σε υψηλό (104,56 γιεν, 26/3) από το Νοέμβριο 2016, κυρίως λόγω ενίσχυσης της ζήτησης για τοποθετήσεις χαμηλού κινδύνου. Θετικά επηρέασε το γιεν η αναφορά του Διοικητή της Τραπέζης της Ιαπωνίας ότι τον Απρίλιο 2019 θα ξεκινήσει να σχεδιάζεται η απόσυρση της ιδιαίτερως επεκτατικής πολιτικής.

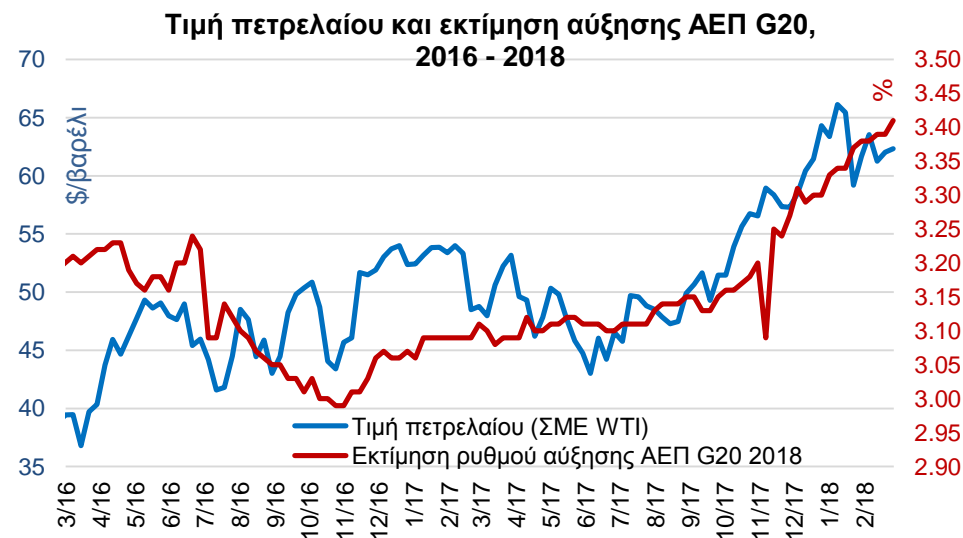
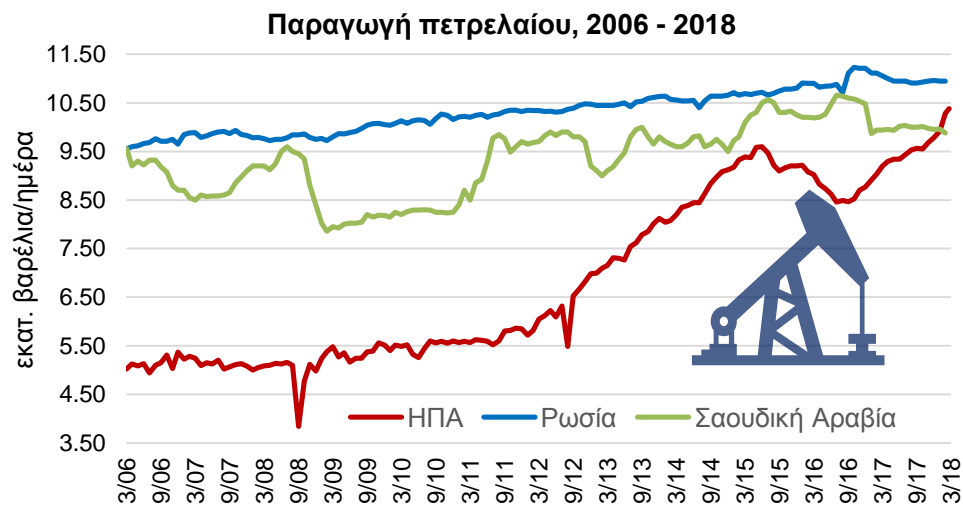
- ▶ Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο ανήλθε στις 16 Φεβρουαρίου σε υψηλό (\$1,2555) από το Δεκέμβριο 2014.
- ▶ Αναφορές αξιωματούχων της ΕΚΤ για λιγότερο υποστηρικτική πολιτική και η ενίσχυση της εκτίμησης ότι θα ολοκληρωθεί εντός του έτους το πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων επηρέασαν ανοδικά το ευρώ.
- ▶ Η αναφορά του Υπουργού Οικονομικών των ΗΠΑ ότι το αδύναμο δολάριο ευνοεί το εμπόριο επηρέασε ανοδικά την ισοτιμία.
- ▶ Η ανησυχία για εμπορικό πόλεμο συνδυάστηκε στο παρελθόν με ενίσχυση του δολαρίου, καθώς είναι το παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα και θεωρείται ασφαλές καταφύγιο. Η τρέχουσα ανησυχία για μέτρα προστατευτισμού επηρεάζει ανοδικά την ισοτιμία ευρώ/δολάριο, κυρίως λόγω της εκτίμησης ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα επηρεαστεί περισσότερο αρνητικά σε σχέση με την οικονομία της Ευρωζώνης.
- ▶ Θετικός παράγοντας για το ευρώ σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα το υψηλό πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών στην Ευρωζώνη (ιστορικό υψηλό 2017: €391 δισ.).
- ▶ Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα η ισοτιμία ευρώ/δολάριο διαπραγματεύεται σε διακύμανση εντός εύρους τιμών (\$1,2100 - \$1,2600). Σε περίπτωση που δεν προκύψουν αρνητικές πολιτικές εξελίξεις στην Ευρωζώνη, εκτιμούμε ότι το ευρώ θα κινηθεί ανοδικά.



Σε διακύμανση εντός εύρους τιμών η τιμή πετρελαίου

- ▶ Η τιμή του πετρελαίου (WTI) παρουσιάζει διακύμανση εντός εύρους τιμών μετά το υψηλό (\$66,66/βαρέλι) από το Δεκέμβριο 2014 που κατέγραψε στις 25 Ιανουαρίου.
- ▶ Η διάθεση κατοχύρωσης κερδών και η αύξηση των αποθεμάτων πετρελαίου στις ΗΠΑ λόγω εποχικότητας συνέβαλαν στη βραχυπρόθεσμη υποχώρηση της τιμής.
- ▶ Η περαιτέρω αύξηση της παραγωγής πετρελαίου στις ΗΠΑ η οποία διαμορφώνεται σε υψηλό από καταγραφής των στοιχείων (10,4 εκατ. βαρέλια/ημέρα), περιορίζει την άνοδο της τιμής. Το Υπουργείο Ενέργειας των ΗΠΑ εκτιμά ότι στα τέλη του έτους η παραγωγή πετρελαίου θα διαμορφωθεί στα 11,17 εκατ. βαρέλια/ημέρα και οι ΗΠΑ θα αποτελούν το μεγαλύτερο παραγωγό παγκοσμίως.
- ▶ Καθοδικά επηρεάζει την τιμή η ενίσχυση της ανησυχίας για υπερπροσφορά. Ο ΟΠΕΚ αναθεώρησε ανοδικά τις εκτιμήσεις του για την αύξηση της προσφοράς το τρέχον έτος από κράτη εκτός ΟΠΕΚ, προβλέποντας ότι η προσφορά θα υπερβεί οριακά τη ζήτηση.
- ▶ Τα ευνοϊκά οικονομικά στοιχεία για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να συνεχίσουν να υποστηρίζουν την τιμή του πετρελαίου.
- ▶ Ανοδικά επηρεάζει την τιμή η ανησυχία για ενδεχόμενη επιβολή κυρώσεων από τις ΗΠΑ στο Ιράν.
- ▶ Σε περίπτωση που επεκταθεί η συμφωνία ΟΠΕΚ – Ρωσίας για τη μείωση της παραγωγής το 2019 και διατηρηθεί η αναπτυξιακή πορεία της παγκόσμιας οικονομίας η τιμή του πετρελαίου αναμένεται να κινηθεί ανοδικά σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα.

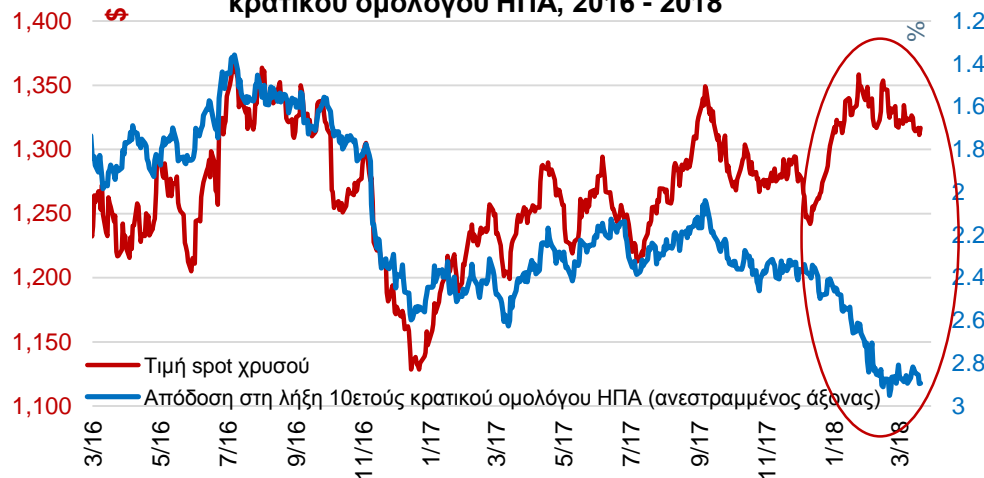
Πηγή: Ανάλυση Αγορών και Προϊόντων, Bloomberg, IEA.



Η ενίσχυση της ζήτησης για επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου στηρίζει την τιμή χρυσού. Υπό πίεση οι τιμές των βασικών μετάλλων

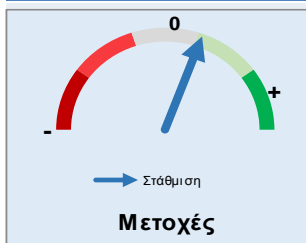
- ▶ Η τιμή spot χρυσού κατέγραψε στις 25 Ιανουαρίου υψηλό (\$1.366, 17/ουγγιά) από τον Αύγουστο 2016, κυρίως λόγω υποχώρησης του δείκτη δολαρίου ΗΠΑ.
- ▶ Η ενίσχυση της ζήτησης για επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου λόγω μέτρων προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο και γεωπολιτικών ανησυχιών, επηρέασε θετικά την τιμή χρυσού.
- ▶ Η αύξηση των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων που σημειώθηκε στις ΗΠΑ από την αρχή του έτους δεν συνδυάστηκε με υποχώρηση της τιμής χρυσού, καθώς ενισχύθηκε σημαντικά η μεταβλητότητα στις αγορές.
- ▶ Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα η τιμή spot χρυσού αναμένεται να κινηθεί σε διακύμανση εντός εύρους τιμών (\$1.250/ουγγιά - \$1.370/ουγγιά).
- ▶ Σημαντική υποχώρηση παρουσιάζουν οι τιμές των βασικών μετάλλων από την αρχή του έτους (χαλκός: -8%, αλουμίνιο: -10%), κυρίως λόγω αύξησης των αποθεμάτων και της ανησυχίας ότι ενδεχόμενος εμπορικός πόλεμος θα πλήξει την εμπορική δραστηριότητα και την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας.
- ▶ Η Κίνα παραμένει ο μεγαλύτερος καταναλωτής παγκοσμίως σε βασικά μέταλλα (χαλκός 50%, αλουμίνιο 54%, χάλυβας 45%), συνεπώς η ευνοϊκή εικόνα των στοιχείων για τον τομέα μεταποίησης αναμένεται να συμβάλει στην ανάκαμψη των τιμών.

Τιμή spot χρυσού και απόδοση στη λήξη 10ετούς κρατικού ομολόγου ΗΠΑ, 2016 - 2018



* Χιλιάδες μετρικοί τόνοι ετησίως, ** χιλιάδες μετρικοί τόνοι μηνιαίως

Μετοχές

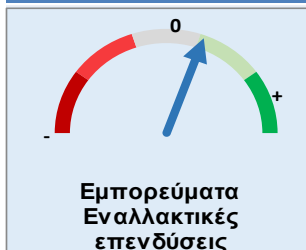


	Στάθμιση	
ΗΓΠΑ		Επιφυλακτικότερος ο τόνος έναντι του Δεκεμβρίου, ελαφρώς υπέρβαρη η έκθεση στη μετοχική κατηγορία. Υπέρβαρη η στάθμιση σε αναδυόμενες αγορές λόγω ευνοϊκότερης αποτίμησης έναντι των ανεπτυγμένων. Υπέρβαρη η έκθεση στην Ιαπωνία, καθώς βελτιωμένα είναι τα θεμελιώδη και ελκυστική η αποτίμηση. Ουδέτερη η στάθμιση στην Ευρώπη. Παρότι η εξέλιξη των εταιρικών μεγεθών είναι ευνοϊκή, προσφάτως έχει σημειωθεί περιορισμένη επιδείνωση σε ορισμένα μακροοικονομικά στοιχεία. Προβληματίζουν η πιθανή περαιτέρω ενίσχυση του ευρώ και η αβεβαιότητα αναφορικά με τις πολιτικές εξελίξεις στην Ιταλία, καθώς και η ενδεχόμενη ένταση στις σχέσεις Ε.Ε.-ΗΓΠΑ, ΗΓΠΑ-Κίνας. Ουδέτερη η έκθεση σε μετοχές ΗΓΠΑ.
Ευρώπη		
Ιαπωνία		
Αναδυόμενες αγορές		



	Στάθμιση	
Κρατικά ΗΓΠΑ		Υπόβαρη η στάθμιση για κρατικά ομόλογα ανεπτυγμένων αγορών κυρίως λόγω των προσδοκιών για την προοπτική της πολιτικής Κεντρικών Τραπεζών. Η εκτιμώμενη επιδείνωση δημοσιονομικών μεγεθών και η αύξηση των εκδόσεων το 2018 επιδρούν αρνητικά στις τιμές των κρατικών ομολόγων ΗΓΠΑ. Σε περιόδους ωρίμανσης της οικονομικής ανάπτυξης η συμπεριφορά των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας είναι ευνοϊκότερη. Υπόβαρη η στάθμιση για εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης, καθώς είναι ευάλωτα σε διακυμάνσεις και θεωρούνται υπερτιμημένα. Το επιτοκιακό έσοδο και η υποστηρικτική πολιτική ευνοούν τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών.
Κρατικά Ευρωζώνη		
Εταιρικά IG		
Εταιρικά HY		
Αναδυόμενων αγορών		

Εμπορεύματα - Εναλλακτικές επενδύσεις



	Στάθμιση	
Πετρέλαιο		Ουδέτερη η στάθμιση για την τιμή του πετρελαίου, η ανοδική επίπτωση που έχουν τα ευνοϊκά οικονομικά στοιχεία για την ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας και η υποχώρηση του δολαρίου αντισταθμίζονται από την περαιτέρω αύξηση της παραγωγής πετρελαίου στις ΗΓΠΑ. Σε περιόδους γεωπολιτικών ανησυχιών και αβεβαιότητας για το διεθνές εμπόριο ευνοείται η τιμή χρυσού. Η άνοδος των επιτοκίων επιδρά αρνητικά στην τιμή χρυσού. Τα εκτιμώμενα προγράμματα υποδομών και η ενίσχυση της οικονομικής δραστηριότητας παγκοσμίως αναμένεται να ευοδώσουν τις τιμές βασικών μετάλλων. Υπόβαρη η στάθμιση για την αγορά ακινήτων. Υπερέκθεση σε εναλλακτικές και ευέλικτες στρατηγικές που δεν ακολουθούν συγκεκριμένο δείκτη αναφοράς.
Χρυσός		
Βασικά μέταλλα		
Εναλλακτικές στρατηγικές		

Ρευστότητα - Συναλλάγμα



Έναντι του ευρώ	Προοπτική	
Δολάριο ΗΓΠΑ		Παρά τους αρνητικούς καταλύτες (επιβολή δασμών από τις ΗΓΠΑ, γεωπολιτικές εξελίξεις κυρίως στη Μ. Ανατολή, ανησυχία για υπερβολική άνοδο πληθωρισμού) οι οποίοι εμφανίστηκαν το προηγούμενο χρονικό διάστημα και συνετέλεσαν στην ενίσχυση της μεταβλητότητας, τα ευνοϊκά οικονομικά στοιχεία και η υψηλή ρευστότητα στο παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό σύστημα αποτελούν έως σήμερα σημαντικούς υποστηρικτικούς παράγοντες για τις επενδύσεις υψηλού κινδύνου. Στην τρέχουσα χρονική περίοδο το ισοζύγιο υποστηρικτικών παραγόντων για επενδύσεις υψηλού κινδύνου έναντι ορισμένων εξελίξεων που προβληματίζουν, παραμένει ελαφρώς ευνοϊκό και με αυτή τη λογική διατηρήθηκε ουδέτερη η στάθμιση σε ρευστότητα.
Στερλίνα		
Γιεν		
Ελβετικό φράγκο		

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΑΝΑΛΥΣΕΩΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ

ΑΝΑΛΥΣΗ ΑΓΟΡΩΝ ΚΑΙ ΠΡΟΙΟΝΤΩΝ

210-328 2791

 **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