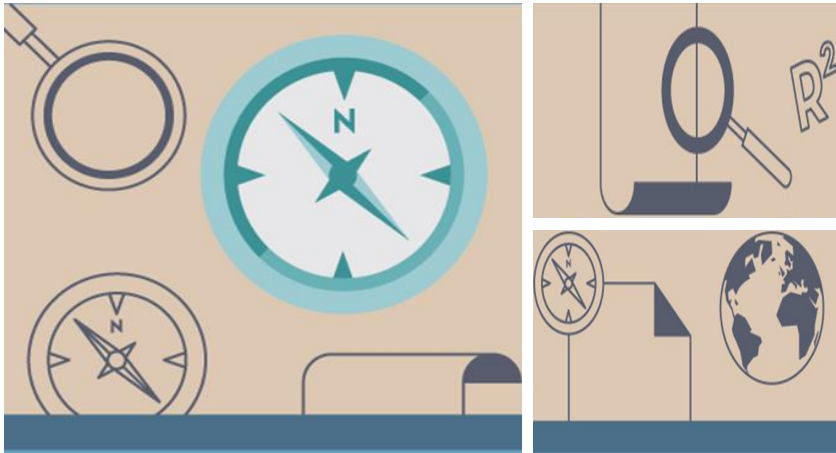


## Navigator



Διεθνείς Αγορές & Επενδυτική Στρατηγική

δ' τρίμηνο 2018

**ΑΝΑΛΥΣΗ ΔΙΕΘΝΩΝ ΑΓΟΡΩΝ**  
ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ



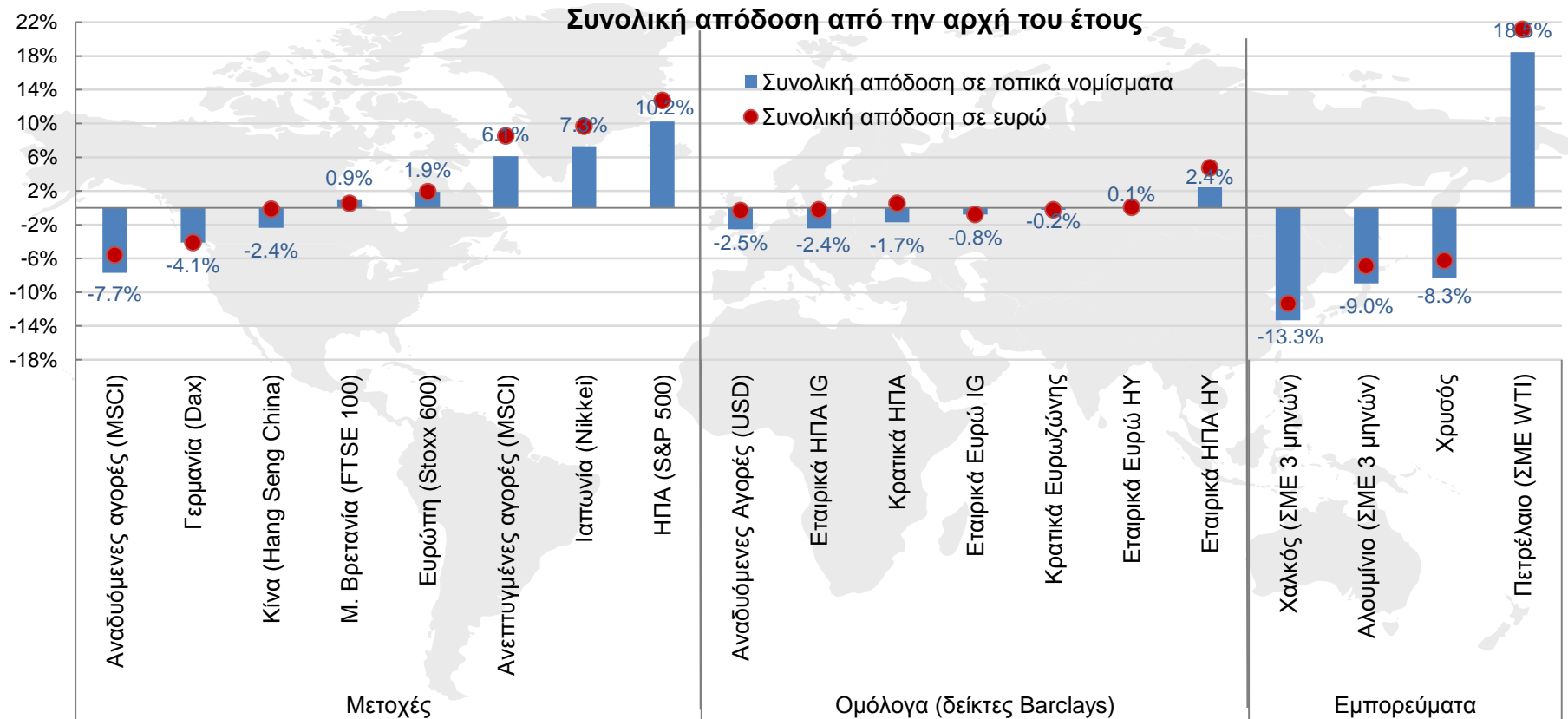
Η παρούσα ανάλυση συνιστά ενημερωτική παρουσίαση των διεθνών αγορών και της επενδυτικής στρατηγικής, αφορά στο χρονικό διάστημα για το οποίο αυτή έχει συνταχθεί από τα στελέχη της Τραπέζης και παρατίθεται για πληροφοριακούς και μόνον λόγους. Τα δεδομένα που περιλαμβάνονται σε αυτήν, οι απόψεις, οι τιμές, 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 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.



- ▶ Η ισχυρή εταιρική κερδοφορία και η ενίσχυση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας στις ΗΠΑ συμβάλλουν στην ανοδική τάση των μετοχικών αγορών. Πιέσεις δέχτηκαν οι αναδυόμενες αγορές εξαιτίας των ανησυχιών για τις εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ – Κίνας και ανησυχιών για τη δημοσιονομική κατάσταση αναδυόμενων οικονομιών.
- ▶ Ο περιορισμός της ζήτησης για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου, η αύξηση του πληθωρισμού και η λιγότερο υποστηρικτική νομισματική πολιτική Κεντρικών Τραπεζών επηρέασαν καθοδικά τις τιμές ομολόγων υψηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης.
- ▶ Η τιμή του πετρελαίου ευνοείται από την εκτιμώμενη μείωση των εξαγωγών πετρελαίου του Ιράν και την ισχυρή ζήτηση.
- ▶ Σταθεροποιητικές τάσεις για την ισοτιμία ευρώ/δολάριο μετά τις πιέσεις που δέχτηκε τον Αύγουστο.

## Δείκτης μεταποίησης PMI, 2017 - 2018

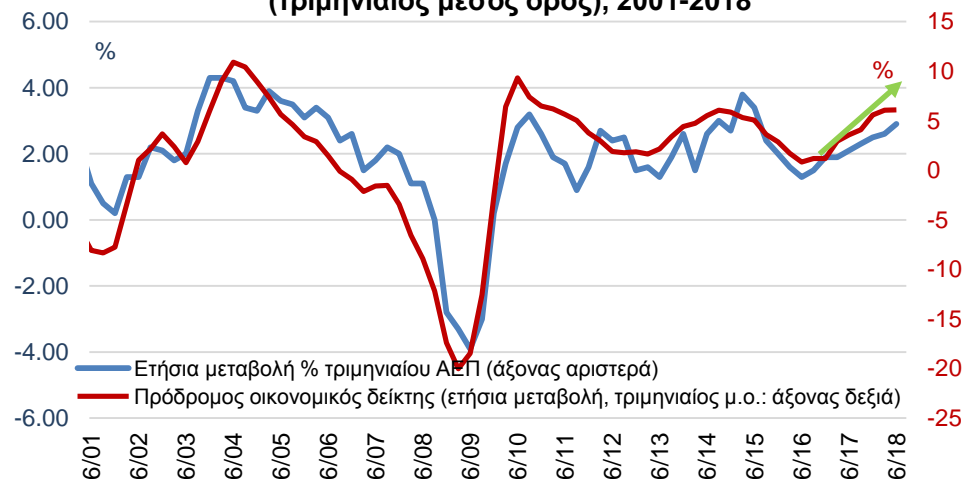
Χώρα	Αυγ-17	Σεπ-17	Οκτ-17	Νοε-17	Δεκ-17	Ιαν-18	Φεβ-18	Μαρ-18	Απρ-18	Μαϊ-18	Ιουν-18	Ιουλ-18	Αυγ-18
Ευρωζώνη	57,4	58,1	58,5	60,1	60,6	59,6	58,6	56,6	56,2	55,5	54,9	55,1	54,6
Μ. Βρετανία	56,9	56,1	56,2	58	56	55,1	54,9	54,8	53,9	54,2	54,1	53,8	52,8
ΗΠΑ	59,3	60,2	58,5	58,2	59,3	59,1	60,8	59,3	57,3	58,7	60,2	58,1	61,3
Ιαπωνία	52,2	52,9	52,8	53,6	54	54,8	54,1	53,1	53,8	52,8	53	52,3	52,5
Κίνα	51,6	51	51	50,8	51,5	51,5	51,6	51	51,1	51,1	51	50,8	50,6
Ινδία	51,2	51,2	50,3	52,6	54,7	52,4	52,1	51	51,6	51,2	53,1	52,3	51,7
Ρωσία	51,6	51,9	51,1	51,5	52	52,1	50,2	50,6	51,3	49,8	49,5	48,1	48,9
Βραζιλία	50,9	50,9	51,2	53,5	52,4	51,2	53,2	53,4	52,3	50,7	49,8	50,5	51,1

- ▶ Διατηρείται ισχυρή η δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας, παρά την επιβράδυνση του ρυθμού οικονομικής ανάπτυξης που παρουσιάζουν η Ευρωζώνη και αναδυόμενες οικονομίες.
- ▶ Σύμφωνα με το ΔΝΤ ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας θα διαμορφωθεί το 2018 και το 2019 στο 3,9%, ο οποίος θα είναι ο ισχυρότερος ρυθμός από το 2011.
- ▶ Η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας δεν είναι τόσο συγχρονισμένη όσο ήταν το 2017 και έχουν αυξηθεί οι καθοδικοί κίνδυνοι.
- ▶ Οι πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας που ανακοινώνονται στις ΗΠΑ καταδεικνύουν ιδιαίτερα ισχυρό ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας.
- ▶ Ο δείκτης μεταποίησης PMI αναδυομένων οικονομιών παρουσιάζει επιβράδυνση τους τελευταίους τρεις μήνες, παραμένοντας ωστόσο σε επίπεδο που καταδεικνύει ανάπτυξη του τομέα.

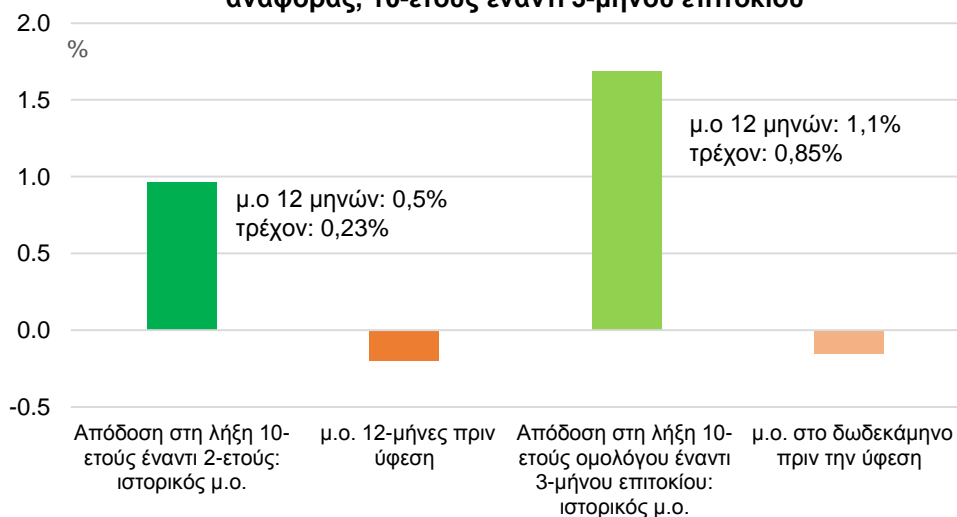
# Τα πρόσφατα στοιχεία επιβεβαιώνουν την ισχυρή δυναμική της οικονομίας των ΗΠΑ

- ▶ Το ΑΕΠ εμφάνισε στο β' τρίμηνο τη μεγαλύτερη αύξηση σε ετησιοποιημένη τριμηνιαία βάση (4,2%) από το γ' τρίμηνο 2014. Σε ετήσια βάση αυξήθηκε κατά 2,9%, με το μέσο όρο εξαμήνου (2,75%) να καταδεικνύει ότι συνολικά το 2018 είναι εφικτή η προσέγγιση ρυθμού ανάπτυξης περί το 3%.
- ▶ Ο πρόδρομος οικονομικός δείκτης κατέγραψε τον Αύγουστο ετήσια αύξηση κατά 6,4% (ιστορικός μέσος όρος: 2,5%). Ο μ.ο. ετήσιας αύξησης πρόδρομου οικονομικού δείκτη στο β' τρίμηνο διαμορφώθηκε στο 6,1%, αντιστοιχώντας σε ισχυρή οικονομική ανάπτυξη.
- ▶ Η κλίση της καμπύλης των επιτοκίων στις ΗΠΑ στο παρελθόν είχε ιδιαίτερα καλή ικανότητα πρόβλεψης της χρονικής περιόδου που θα εισέλθει η οικονομία σε ύφεση. Εκτιμάται ότι όταν η κλίση γίνει αρνητική μετά από 12 με 18 μήνες η οικονομία εισέρχεται σε ύφεση.
- ▶ Στα τελευταία σαράντα έτη, η διαφορά απόδοσης στη λήξη του 10-ετούς ομολόγου αναφοράς ΗΠΑ έναντι του 2-ετούς είναι κατά μέσο όρο 1%, ενώ δώδεκα μήνες πριν την είσοδο σε ύφεση, η ανωτέρω διαφορά ήταν κατά μέσο όρο -0,2%.
- ▶ Οι τρέχουσες τιμές των προαναφερθέντων διαφορών (και ο μέσος όρος τελευταίων δώδεκα μηνών) δεν παραπέμπουν σε ύφεση.

**ΗΠΑ: Ετήσια μεταβολή ΑΕΠ και πρόδρομου δείκτη (τριμηνιαίος μέσος όρος), 2001-2018**

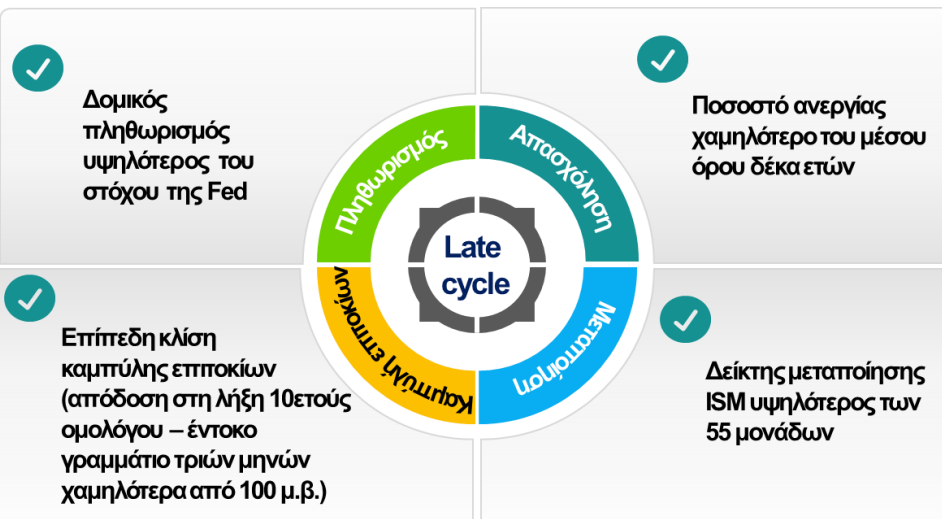


**Διαφορά απόδοσης στη λήξη 10-2 ετών ομολόγων αναφοράς, 10-ετούς έναντι 3-μήνου επιτοκίου**



Κριτήρια για να θεωρηθεί ότι η οικονομία των ΗΠΑ είναι σε στάδιο ωρίμανσης (Late Cycle)

% μεταβολή επενδυτικών κατηγοριών μετά από 12 μήνες αφότου εισήλθε η οικονομία των ΗΠΑ σε Late Cycle



Ημερομηνία	Δείκτης S&P 500	Δείκτης MSCI EM	Κρατικά ομόλογα ΗΠΑ	Εταιρικά ομόλογα IG ΗΠΑ	Εμπορεύματα CRB	Δολάριο DXY
12/29/1967	7,70%	-	-	-	-	0,10%
10/30/1978	8,00%	-	2,3%	-4,5%	-	8,60%
11/30/1988	26,40%	45,40%	14,70%	14,3%	-	6,40%
7/31/1997	17,40%	-39,50%	8,40%	7,3%	-26,10%	1,60%
10/29/1999	2,60%	-11,20%	8,40%	5,5%	27,00%	18,40%
9/30/2005	8,70%	17,70%	3,10%	3,3%	-8,20%	-3,90%
<b>Διάμεσος</b>	<b>8,40%</b>	<b>3,20%</b>	<b>8,40%</b>	<b>5,5%</b>	<b>-8,20%</b>	<b>4,00%</b>

- ▶ Λαμβάνοντας υπόψη τον πληθωρισμό, το ποσοστό ανεργίας, το δείκτη μεταποίησης και την κλίση της καμπύλης των επιτοκίων καταλήγουμε στο συμπέρασμα ότι η οικονομία των ΗΠΑ εισήλθε σε στάδιο ωρίμανσης (Late Cycle) το Μάιο του τρέχοντος έτους. Από το Μάιο μέχρι σήμερα οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ έχουν παρουσιάσει σημαντική άνοδο (S&P 500 περίπου +7%).
- ▶ Παρατηρώντας ιστορικά στοιχεία από το 1960, καταλήγουμε σε επτά χρονικές περιόδους που ικανοποιούνται τα κριτήρια για να θεωρήσουμε ότι οικονομία των ΗΠΑ ήταν σε στάδιο ωρίμανσης.
- ▶ Εξετάζοντας τι συμβαίνει στις κατηγορίες επενδύσεων όταν εισέλθει η οικονομία σε στάδιο ωρίμανσης, διαπιστώνουμε ότι οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ, παρουσιάζουν σημαντική άνοδο για τους επόμενους 12 μήνες (για όλες τις υπό εξέταση περιόδους θετική μεταβολή). Για την ομολογιακή κατηγορία, ξεχωρίζουν τα κρατικά ομόλογα, παρουσιάζοντας θετική ετήσια μεταβολή σε περίοδο 12 μηνών σε όλες τις υπό εξέταση περιόδους.

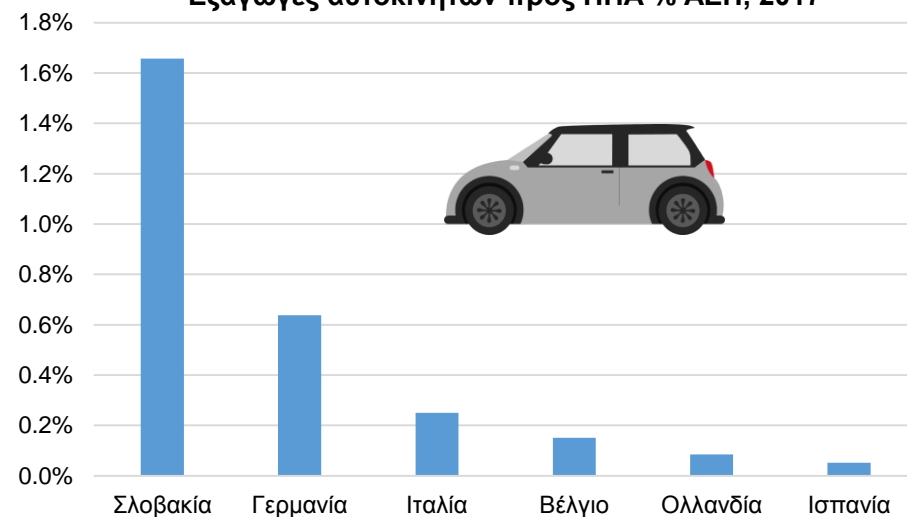
## Ενδείξεις σταθεροποίησης της οικονομίας της Ευρωζώνης

- ▶ Η οικονομία παρουσιάζει ενδείξεις σταθεροποίησης μετά την επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης το α' εξάμηνο. Το ΑΕΠ παρουσίασε το β' τρίμηνο αύξηση σε τριμηνιαία βάση κατά 0,4% (α' τρίμηνο: 0,4%) και σε ετήσια βάση κατέγραψε τη μικρότερη ενίσχυση (2,1%) από το α' τρίμηνο 2017.
- ▶ Ο δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης παρουσίασε τον Σεπτέμβριο υποχώρηση για ένατο συνεχόμενο μήνα παραμένοντας ωστόσο υψηλότερα (110,9) του μέσου όρου πέντε ετών (96,8). Η υποχώρηση των πρόδρομων οικονομικών δεικτών αποδίδεται σε ομαλοποίηση από υψηλά επίπεδα. Ο δείκτης επιχειρηματικού κλίματος IFO στη Γερμανία σημείωσε τον Σεπτέμβριο υποχώρηση μικρότερη του αναμενόμενου (103,7, εκτίμηση: 103,2, Αύγουστος: 103,9).
- ▶ Συνεχίζεται η τάση αύξησης της απασχόλησης με το ποσοστό ανεργίας να διαμορφώνεται σε χαμηλό (Ιούλιος: 8,2%) από τον Νοέμβριο 2013.
- ▶ Οι σημαντικότεροι κίνδυνοι για την οικονομία σχετίζονται με πολιτικούς παράγοντες και με την ανησυχία για το διεθνές εμπόριο. Η πιθανή επιβολή δασμών θα επηρεάσει αρνητικά την οικονομία, καθώς οι καθαρές εξαγωγές αποτελούν σημαντική συνιστώσα του ΑΕΠ (περίπου 5%). Σε περίπτωση που οι ΗΠΑ επιβάλουν 25% δασμούς στις εισαγωγές αυτοκινήτων, η Σλοβακία και η Γερμανία θα υποστούν τη μεγαλύτερη αρνητική επίπτωση.
- ▶ Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας αναμένεται στο 2% το τρέχον έτος και στο 1,8% το 2019.

Δείκτης IFO Γερμανίας και δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης Ευρωζώνης, 2006 - 2018



Εξαγωγές αυτοκινήτων προς ΗΠΑ % ΑΕΠ, 2017

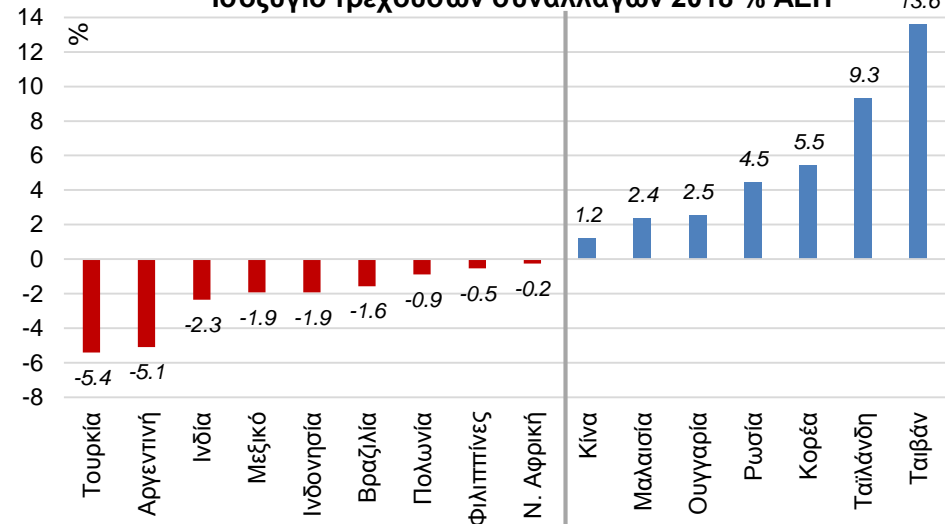




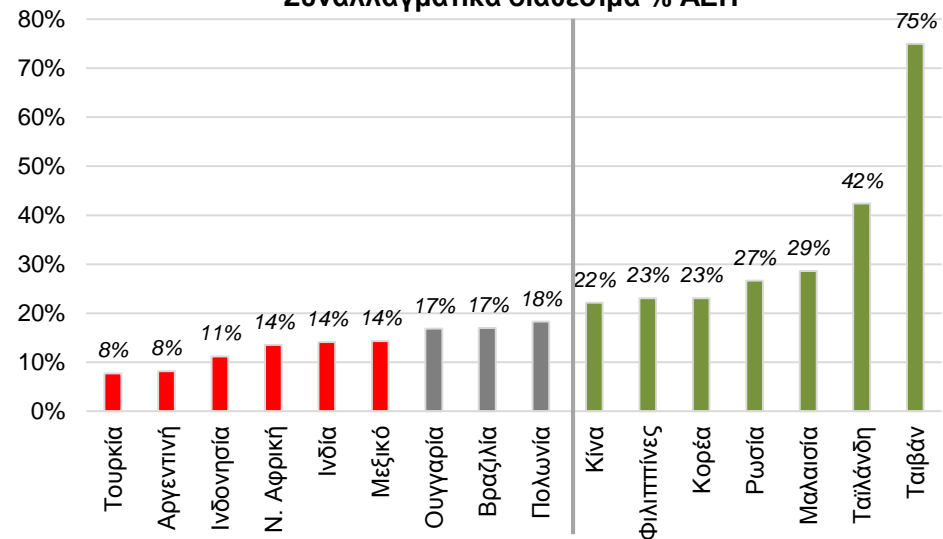
## Αναταραχές σε αναδυόμενες αγορές

- ▶ Οι αναδυόμενες οικονομίες που παρουσιάζουν υψηλά ελλείμματα και χαμηλό ύψος συναλλαγματικών διαθεσίμων πλήττονται περισσότερο λόγω υψηλότερων επιτοκίων και ενίσχυσης του δολαρίου.
- ▶ Αρνητικά επηρεάζει αναδυόμενες οικονομίες η ανησυχία για τις εμπορικές σχέσεις ΗΠΑ - Κίνας.
- ▶ Οι χώρες με υψηλό πολιτικό κίνδυνο θεωρούνται ευάλωτες.
- ▶ Οι πιέσεις που δέχονται οι αναδυόμενες αγορές σχετίζονται κυρίως με τη σημαντική πτώση που παρουσιάζουν τα νομίσματά τους έναντι του δολαρίου (από αρχή του έτους, Αργεντινή: -50%, Τουρκία: -41%, Βραζιλία: -18%, Ν. Αφρική: -18%, Ρωσία: -16%, Ινδία: -11%, Κίνα: -4,9%).
- ▶ Περιορισμένες εισροές κεφαλαίων στις αναδυόμενες αγορές τον Αύγουστο (\$2,2 δισ., Ιούλιος: \$13,7 δισ.) για δεύτερο συνεχόμενο μήνα. Οι μετοχές παρουσίασαν εισροές (\$7,1 δισ.) ενώ τα ομόλογα εκροές (-\$4,8 δισ.).
- ▶ Οι αναδυόμενες αγορές που εμφανίζουν ισχυρά θεμελιώδη (Ρωσία, Ταιβάν, Κορέα, Ταϊλάνδη και Κίνα) έχουν δυνατότητα μακροπρόθεσμα να παρουσιάσουν ανάκαμψη σε περίπτωση που περιορισθούν οι ανησυχίες για το διεθνές εμπόριο και σταθεροποιηθεί το δολάριο.
- ▶ Αναπτυξιακός παραμένει ο οικονομικός κύκλος των αναδυόμενων οικονομιών, απέχοντας από την ωρίμανση.

Ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών 2018 % ΑΕΠ



Συναλλαγματικά διαθέσιμα % ΑΕΠ





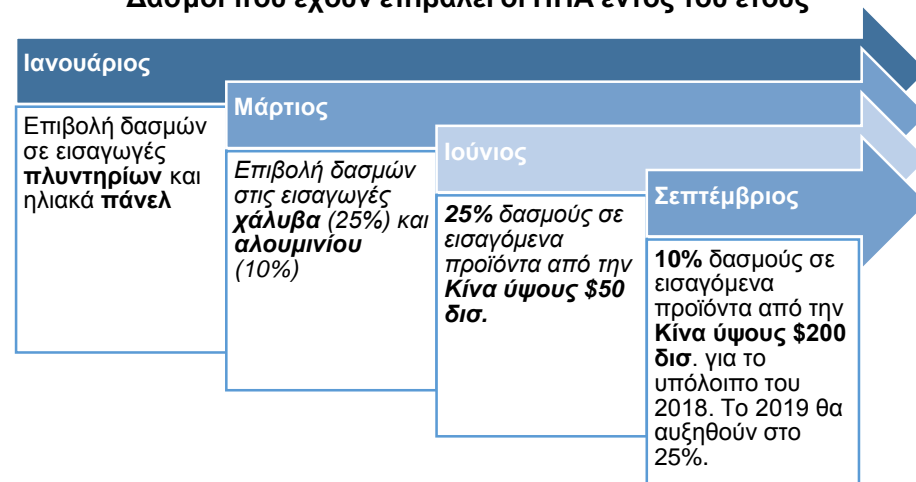


- ▶ Ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας παραμένει ισχυρός και η εταιρική κερδοφορία είναι ιδιαίτερα ευνοϊκή, ωστόσο υφίστανται αρκετές προκλήσεις για τις διεθνείς αγορές, οι οποίες είναι περισσότερες την τρέχουσα χρονική περίοδο συγκριτικά με την αρχή του έτους.
- ▶ Μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο και επίπτωσή τους στην οικονομία.
- ▶ Προβληματισμός για τη δυνατότητα επίτευξης συμφωνίας για την έξοδο της Μ. Βρετανίας από την Ε.Ε. (Brexit). Στις 17-18 Νοεμβρίου έχει προγραμματιστεί Σύνοδος Κορυφής Ε.Ε. για το Brexit.
- ▶ Ανησυχία για τη δημοσιονομική κατάσταση στην Ιταλία εν όψει κατάθεσης του προϋπολογισμού.
- ▶ Ενδιάμεσες εκλογές στις ΗΠΑ (6 Νοεμβρίου).

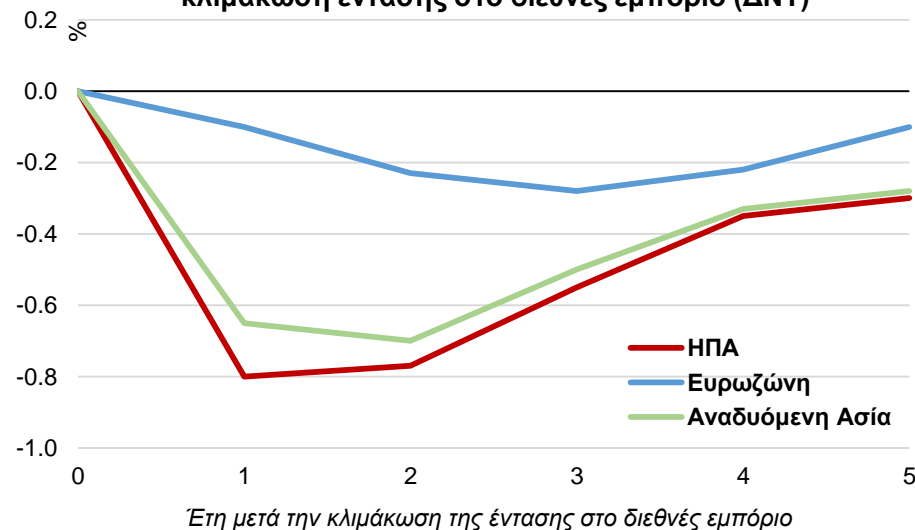
# Μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο και επίπτωση στην παγκόσμια οικονομία

- ▶ Περιορισμός των ανησυχιών για την επίπτωση που θα έχουν στην παγκόσμια οικονομία τα μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο, μετά τους χαμηλότερους από ό,τι αρχικά αναμενόταν δασμούς που ανακοίνωσαν οι ΗΠΑ και την ηπιότερη στάση της Κίνας.
- ▶ Οι ΗΠΑ από τις 24 Σεπτεμβρίου θα επιβάλουν δασμούς 10% σε εισαγόμενα προϊόντα από την Κίνα ύψους \$200 δισ. (σύνολο \$250 δισ.) για το υπόλοιπο του 2018 και το 2019 θα αυξηθούν στο 25%. Προειδοποίηση από τις ΗΠΑ ότι θα υιοθετήσουν επιπλέον δασμούς σε εισαγόμενα προϊόντα ύψους \$267 δισ. από την Κίνα αν εφαρμοστούν αντίμετρα.
- ▶ Η Κίνα ανακοίνωσε ότι θα επιβάλει δασμούς 5%-10% σε εισαγόμενα προϊόντα των ΗΠΑ ύψους \$60 δισ. (σύνολο \$110 δισ.). Επίσης, ανακοίνωσε ότι θα μειώσει το ποσοστό των δασμών σε εισαγόμενα προϊόντα βασικών εμπορικών εταίρων από την πρώτη Νοεμβρίου. Αναφορές αξιωματούχων της Κίνας ότι θα υιοθετηθούν πρόσθετα μέτρα στήριξης της οικονομίας για να μετριασθούν οι επιπτώσεις των δασμών.
- ▶ Σύμφωνα με μελέτη του ΔΝΤ, σε περίπτωση που κλιμακωθεί η επιβολή δασμών και προκληθεί κρίση εμπιστοσύνης, ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας θα είναι χαμηλότερος κατά 0,4% και 0,5% σε ένα και δύο έτη αντίστοιχα. Εκτιμάται ότι η αρνητική επίπτωση από την επιβολή των δασμών είναι σημαντικά μεγαλύτερη στις ΗΠΑ σε σχέση με την Ευρωζώνη.

## Δασμοί που έχουν επιβάλει οι ΗΠΑ εντός του έτους



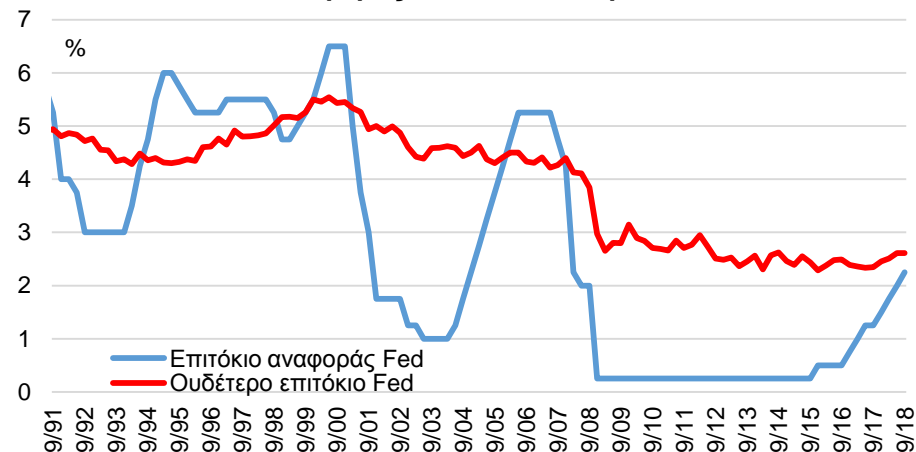
## Εκτιμώμενη επίπτωση στο ΑΕΠ από ενδεχόμενη κλιμάκωση έντασης στο διεθνές εμπόριο (ΔΝΤ)



# Η Fed πιθανόν θα ολοκληρώσει τις αυξήσεις επιτοκίου περί το 3% το 2019

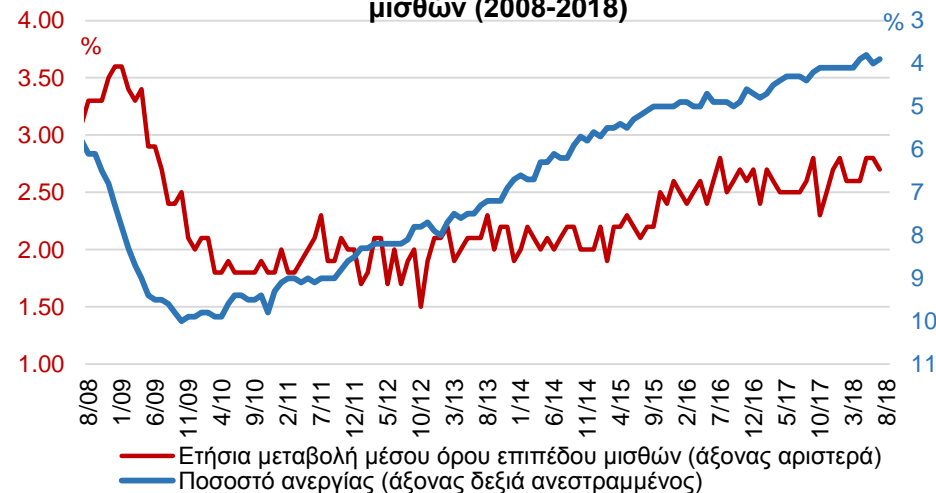
- ▶ Η Fed στη σύσκεψη του Σεπτεμβρίου προέβη σε αύξηση του επιτοκίου αναφοράς (εύρος 2,00%-2,25%) για 8<sup>η</sup> φορά από το Δεκέμβριο 2015. Ο Πρόεδρος της Fed δήλωσε (26/9) ότι η αναπτυξιακή προοπτική παραμένει ευνοϊκή και ότι οι επιπτώσεις από την ένταση στο διεθνές εμπόριο παραμένουν σχετικές περιορισμένες.
- ▶ Το πραγματικό ουδέτερο επιτόκιο θεωρείται ότι βρίσκεται στην περιοχή του 0,6%, αντιστοιχώντας σε ονομαστικό ουδέτερο επιτόκιο της τάξεως του 2,6%. Ως ουδέτερο επιτόκιο ορίζεται εκείνο το οποίο θεωρείται ότι δεν λειτουργεί περιοριστικά για την οικονομική δραστηριότητα, ούτε προκαλεί υπερθέρμανση της οικονομίας.
- ▶ Η διάμεσος τιμή για τη διαφορά του επιτοκίου αναφοράς από το ουδέτερο επιτόκιο (1971-2018) διαμορφώνεται στο 0,4%. Με βάση το ονομαστικό ουδέτερο επιτόκιο στο 2,6%, είναι πιθανή η ολοκλήρωση της αυξήσεως επιτοκίου Fed στην περιοχή του 3% μέχρι το τέλος 2019.
- ▶ Το ποσοστό ανεργίας ήταν τον Ιούλιο στο 3,9% έναντι ιστορικού μ.ο. 5,8%. Ο μέσος όρος των ωριαίων αποδοχών έχει ενισχυθεί σε ετήσια βάση κατά 2,9% (ιστορικός μ.ο.: 2,4%).
- ▶ Το χαμηλό επίπεδο ανεργίας συμβάλλει σε σταδιακή αύξηση μισθών και τάση ήπιας ενίσχυσης πληθωρισμού. Ο μέσος όρος τεσσάρων μεγεθών πληθωρισμού διαμορφώθηκε τον Ιούλιο σε υψηλό (2,4%) από το Μάρτιο 2012.

**Επιτόκιο αναφοράς Fed και ουδέτερο επιτόκιο\***



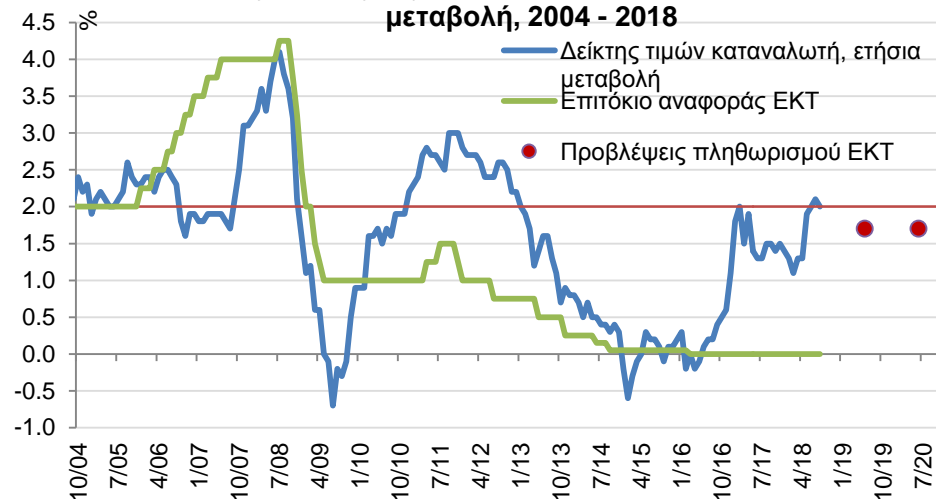
\*Ουδέτερο επιτόκιο Fed: Άθροισμα εκτίμησης πραγματικού ουδέτερου επιτοκίου (T. Laubach-J. Williams: τρέχουσα εκτίμηση: 0,6%) και πληθωρισμός (2%).

**ΗΠΑ: ποσοστό ανεργίας και ετήσια % μ.ο. επιπέδου μισθών (2008-2018)**

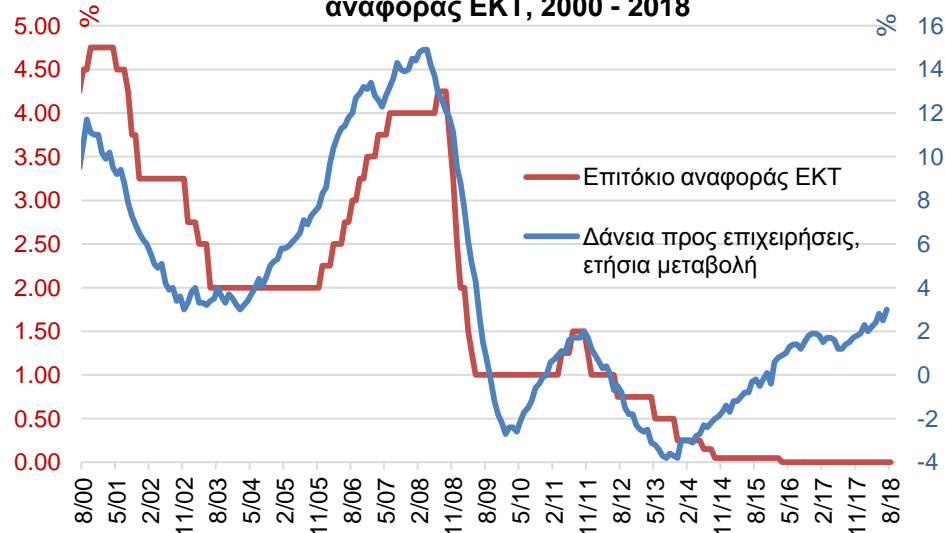


- ▶ Η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητη τη σηματοδότηση της προοπτικής των επιτοκίων, επαναλαμβάνοντας ότι θα παραμείνουν στα τρέχοντα επίπεδα τουλάχιστον μέχρι το καλοκαίρι του 2019 και μέχρι να διασφαλισθεί διατηρήσιμη αύξηση του πληθωρισμού προς το στόχο.
- ▶ Σημαντικό παράγοντα για την προοπτική των επιτοκίων συνιστά ο πληθωρισμός. Η ΕΚΤ ανέφερε στη σύσκεψη του Σεπτεμβρίου ότι έχει μειωθεί η αβεβαιότητα για την προοπτική του, καθώς και ότι εμφανίζονται ενδείξεις ότι προσεγγίζει το στόχο.
- ▶ Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι διαμορφώθηκε το Σεπτέμβριο στο υψηλό (2,1%, μέσος όρος δώδεκα μηνών: 1,6%) από Δεκέμβριο 2012 που είχε καταγράψει τον Ιούλιο. Η ΕΚΤ εκτιμά ότι ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί στο 1,7% για τη χρονική περίοδο έως το 2020.
- ▶ Διατηρούνται ευνοϊκές οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες με τα δάνεια προς επιχειρήσεις να παρουσιάζουν τον Ιούλιο τη μεγαλύτερη ετήσια αύξηση (3%) από το Μάιο 2009 και τα δάνεια προς νοικοκυριά τη μεγαλύτερη ετήσια ενίσχυση (3,3%) από τον Ιούνιο 2011.
- ▶ Κατά την εκτίμησή μας η ΕΚΤ θα προβεί σε αύξηση των επιτοκίων περί τα μέσα του 2019 υπό την προϋπόθεση ότι οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες παραμένουν ευνοϊκές και ο πληθωρισμός διατηρηθεί προς το στόχο.

**Ευρωζώνη: Εξέλιξη δείκτη τιμών καταναλωτή, ετήσια μεταβολή, 2004 - 2018**



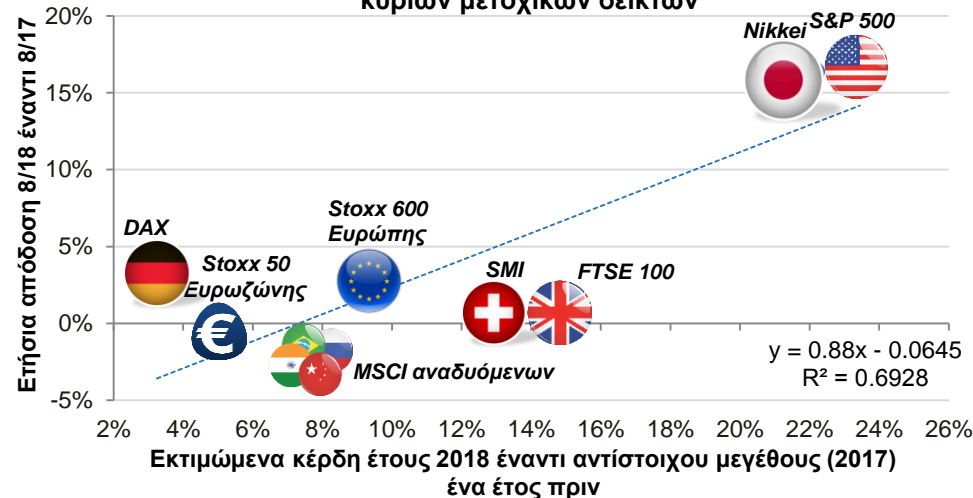
**Ευρωζώνη: Δάνεια προς επιχειρήσεις & επιτόκιο αναφοράς ΕΚΤ, 2000 - 2018**



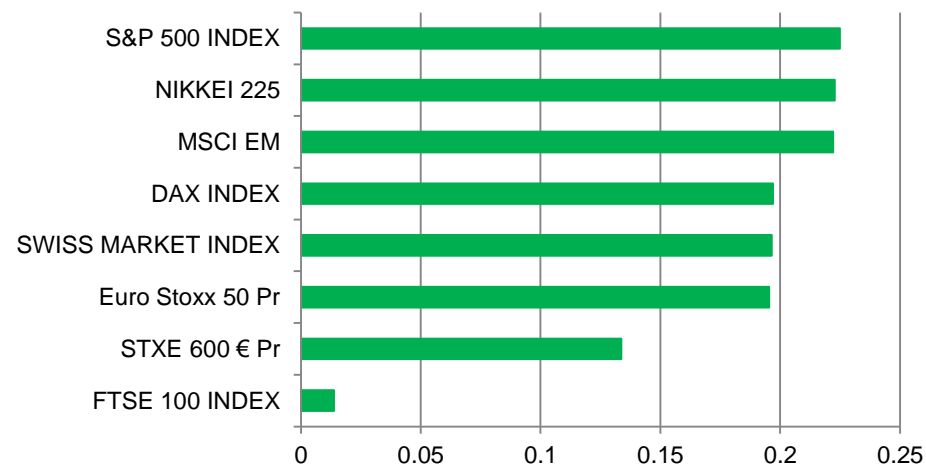
# Ενισχύονται οι κυριότερες ανεπτυγμένες μετοχικές αγορές. Ευνοϊκά τα θεμελιώδη. Επιβαρυσμένη η τάση του δείκτη αναδυόμενων

- ▶ Ανοδική η κίνηση του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI το τελευταίο ένα έτος (ετήσια συνολική απόδοση: 11%, σε ευρώ: 12%).
- ▶ Η τάση της εκτιμώμενης κερδοφορίας είναι ευνοϊκή και οι θετικές αποδόσεις που έχουν καταγραφεί το τελευταίο έτος σε ανεπτυγμένες αγορές δεν κρίνονται υπερβολικές. Υπερβολικά χαμηλή η επίδοση του MSCI αναδυόμενων με βάση τα θεμελιώδη κυρίως λόγω της επιβολής κυρώσεων/εμπορικών δασμών από τις ΗΠΑ.
- ▶ Λαμβάνοντας υπόψη τις εκτιμήσεις κερδοφορίας για το 2018 και 2019, θεωρούμε ότι ελκυστικότερη σχέση απόδοσης/κινδύνου εμφανίζουν η αμερικανική και η ιαπωνική μετοχική αγορά.
- ▶ Διατηρούμε υπέρβαρη έκθεση στην αγορά των ΗΠΑ, η οποία συνδυάζει χαρακτηριστικά διαχρονικότητας σε διαφορετικές συνθήκες αγορών, θετική τρέχουσα εικόνα και ευνοϊκή εκτιμώμενη προοπτική. Πιθανή η ενίσχυση και των λοιπών κύριων μετοχικών δεικτών (Ιαπωνίας, Ευρώπης) σε ορίζοντα 6-12 μηνών. Ο δείκτης αναδυόμενων μετοχικών αγορών δεν εμφανίζει αρνητική εικόνα με βάση τα θεμελιώδη, αλλά εμφανίζει αρνητική δυναμική (21/9: -7,5% έναντι του μ.ο. 200 ημερών, αντίστοιχο μέγεθος για S&P500: 6,5%, Nikkei: 6%, Stoxx 600 Ευρώπης: 0%).

Εξέλιξη εκτιμήσεων κερδοφορίας και ετήσια απόδοση % κύριων μετοχικών δεικτών



Ελκυστικότητα κύριων μετοχικών αγορών\*

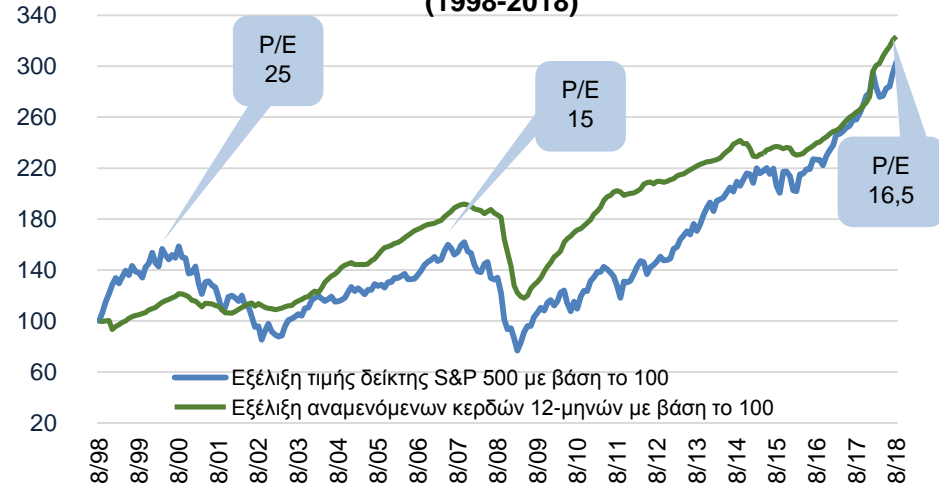


\*Οι εκτιμήσεις κερδών 2018, 2019 έχουν χρησιμοποιηθεί για εκτιμήσεις απόδοσης. Υπόθεση ότι η μεταβλητότητα ενός έτους θα είναι αντίστοιχη της μεταβλητότητας 3 ετών. Ο παραπάνω λόγος προκύπτει από τη διαίρεση αναμενόμενης απόδοσης ενός έτους/μεταβλητότητας, με σκοπό την αποτύπωση απόδοσης/κινδύνου.

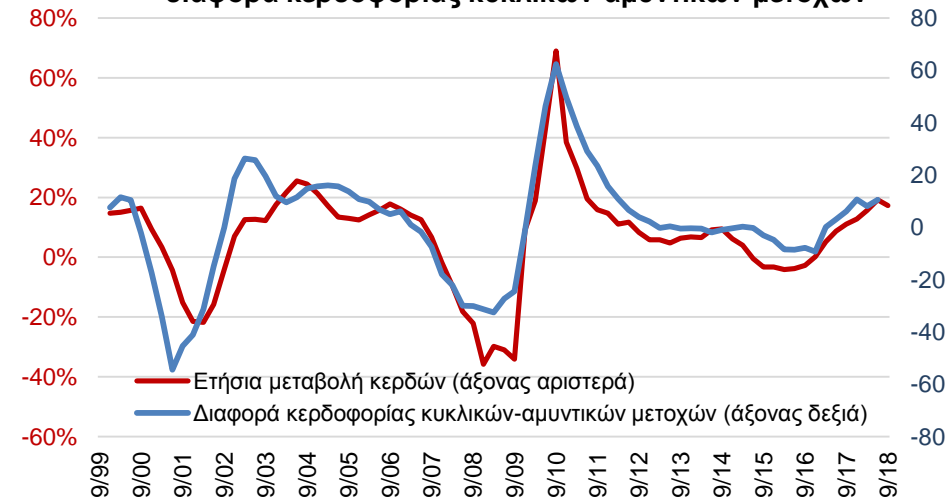
# Τα θεμελιώδη μεγέθη υποστηρίζουν το δείκτη S&P 500

- ▶ Ο S&P 500 καταγράφει συνολική απόδοση 10% το 2018, με ενδοσυνεδριακό ιστορικό υψηλό (2.941, 21/9). Τα καθαρά κέρδη αυξήθηκαν σε ετήσια βάση στο α' εξάμηνο κατά περίπου 26%.
- ▶ Η ευνοϊκή εικόνα των καθαρών κερδών θα εξακολουθήσει να λειτουργεί υποστηρικτικά για το δείκτη S&P 500.
- ▶ Κατά την τελευταία 20-ετία, η σημαντική άνοδος τιμής του S&P 500 (8/18: 203%) αποδίδεται κυρίως στην εξέλιξη της κερδοφορίας (223% υψηλότερα από 8/1998). Η ενίσχυση του S&P 500 δεν οφείλεται σε αύξηση επιπέδου αποτίμησης, καθώς ο δείκτης P/E forward είναι ελαφρώς χαμηλότερα του επιπέδου στην αρχή της 20-ετίας.
- ▶ Η εικόνα διαφοροποιείται ελαφρώς κατά την τελευταία 5-ετία, καθώς η αύξηση του S&P 500 (78%) αποδίδεται σε αύξηση κερδών (46%) και σε υψηλότερη αποτίμηση.
- ▶ Η ευνοϊκότερη εικόνα κερδοφορίας κυκλικών μετοχών έναντι αμυντικών συμβαδίζει με τη γενικότερη ανοδική τάση του δείκτη.

S&P 500: Τιμή και αναμενόμενα κέρδη 12-μηνών (1998-2018)



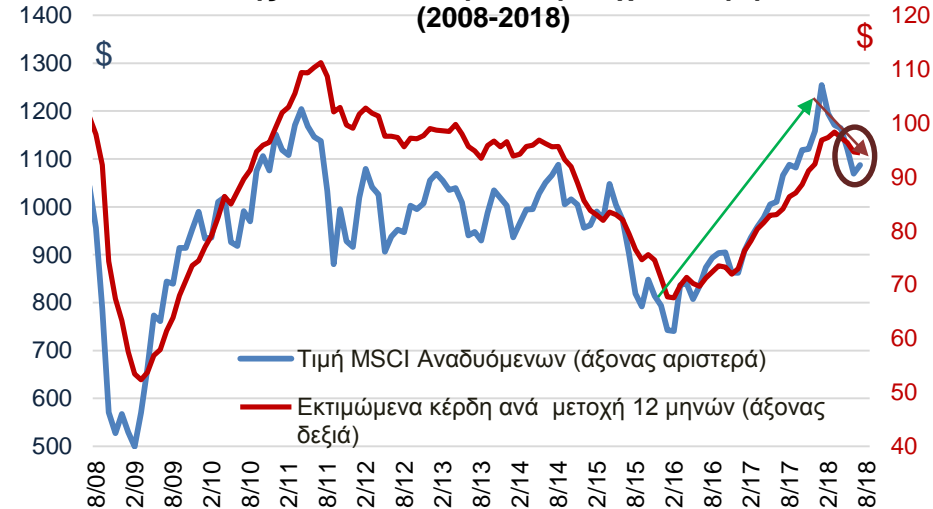
Δείκτης S&P 500: Ετήσια μεταβολή % κερδών και διαφορά κερδοφορίας κυκλικών-αμυντικών μετοχών



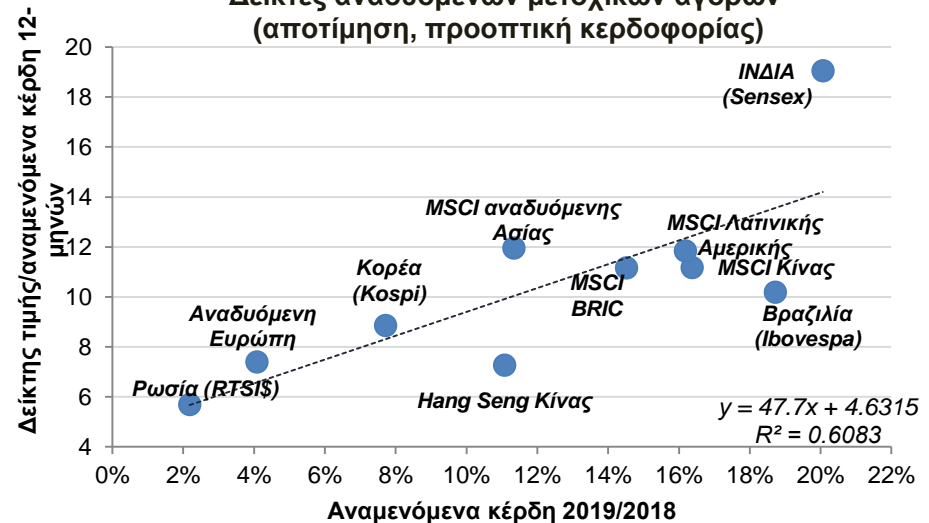


- ▶ Τα μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο και η ενίσχυση του δολαρίου είχαν αρνητικό αντίκτυπο στις αναδυόμενες μετοχικές αγορές.
- ▶ Τα εκτιμώμενα κέρδη 12-μηνών κατέγραψαν στις αρχές Απριλίου υψηλό πέντε ετών, ωστόσο στη συνέχεια υποχώρησαν λόγω των μέτρων προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο. Η αναμενόμενη ετήσια αύξηση κερδών διαμορφώνεται περί του 13%.
- ▶ Λαμβάνοντας υπόψη την εκτιμώμενη ετήσια αύξηση κερδών 2019 και το επίπεδο αποτιμήσεως (τιμή/αναμενόμενα κέρδη), αποτυπώνεται ελαφρώς χαμηλή αποτίμηση για το δείκτη χωρών BRIC και χαμηλή αποτίμηση μεμονωμένα για τους δείκτες Κίνας (MSCI China, Hang Seng China Enterprises) και το δείκτη Βραζιλίας (Ibovespa).
- ▶ Η ανησυχία για πολιτικές εξελίξεις σε μεμονωμένες χώρες (εκλογές Βραζιλίας 10/2018, Τουρκία) και η αβεβαιότητα αναφορικά με την εμπορική πολιτική των ΗΠΑ διατηρούν βραχυπρόθεσμα υψηλή μεταβλητότητα περιορίζοντας την ελκυστικότητα των αναδυόμενων αγορών.

**Δείκτης MSCI αναδυόμενων μετοχικών αγορών (2008-2018)**



**Δείκτες αναδυόμενων μετοχικών αγορών (αποτίμηση, προοπτική κερδοφορίας)**





## Εικόνα κλαδικών δεικτών

### Βασικές στρατηγικές επιλογές για μεσοπρόθεσμο ορίζοντα

Ευνοούνται από την **ισχυρή οικονομική ανάκαμψη** κυρίως στις ΗΠΑ, οι κλαδικοί δείκτες **τεχνολογίας** και **καταναλωτικών αγαθών**.



**Τεχνολογία\*** - Ικανοποιητικά τα θεμελιώδη. Η ανοδική τάση συνολικά της μετοχικής κατηγορίας συμβαδίζει με ισχυρό ενδιαφέρον για τον τεχνολογικό δείκτη



**Καταναλωτικών αγαθών** - Ισχυρή η δυνατότητα κατανάλωσης, κυρίως στις ΗΠΑ. Θετική η εικόνα κερδοφορίας.



**Χρηματοοικονομικός** - Υγιέστερη εικόνα κλάδου έναντι παρελθόντος, κυρίως στις ΗΠΑ.

### Ειδικότερες επιλογές

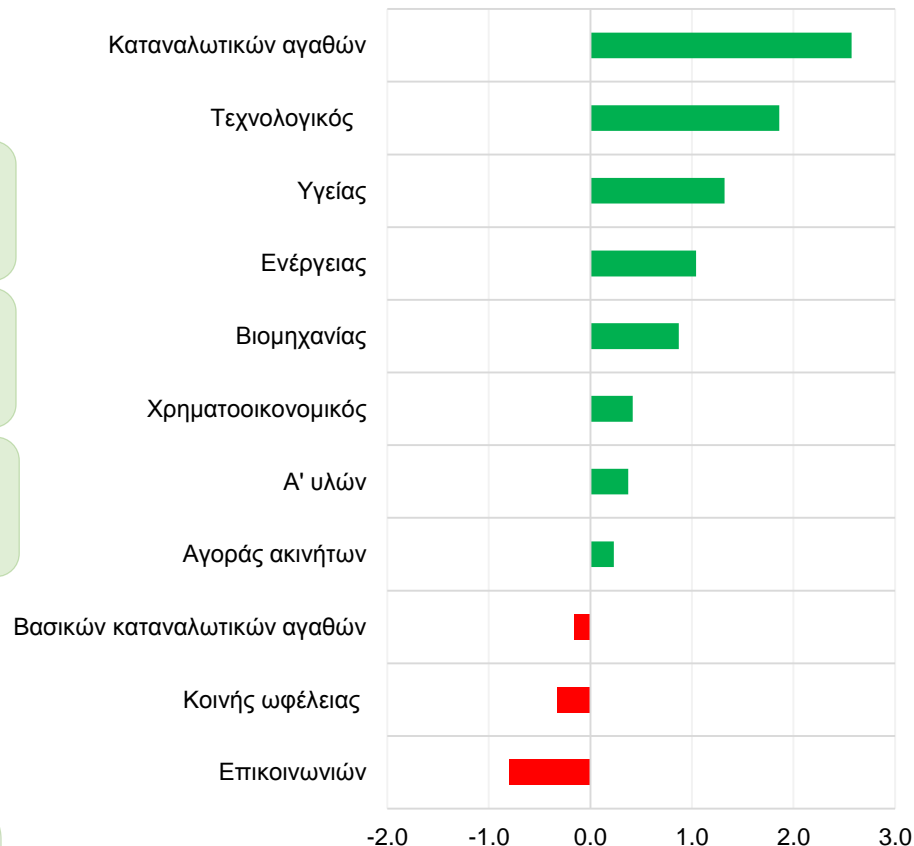


**Ενέργεια** - Σχετικώς επιθετική επιλογή (για ανοδική αγορά), εξαρτώμενη από την πορεία των τιμών εμπορευμάτων, των οποίων η μεταβλητότητα είναι σχετικώς υψηλή.



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

### Δείκτης Sharpe ενός έτους κλαδικών δεικτών S&P Global 1200\*\*

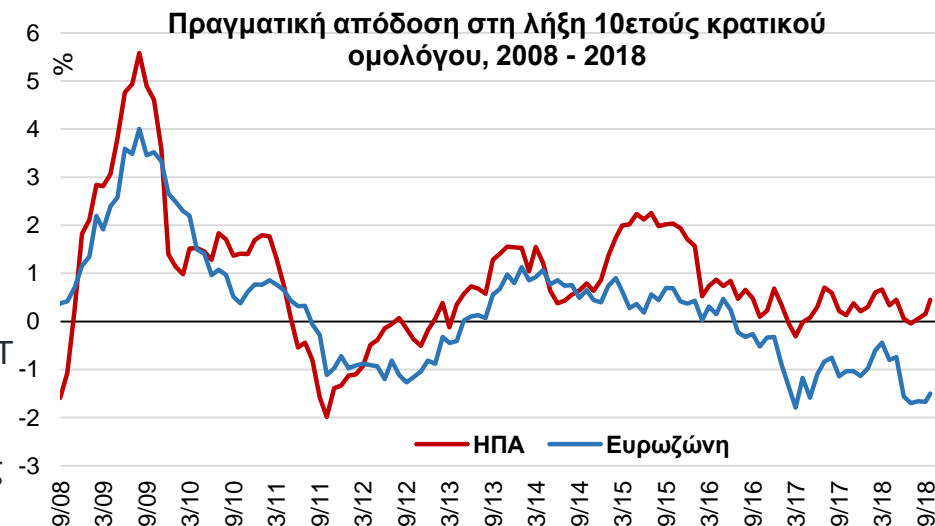
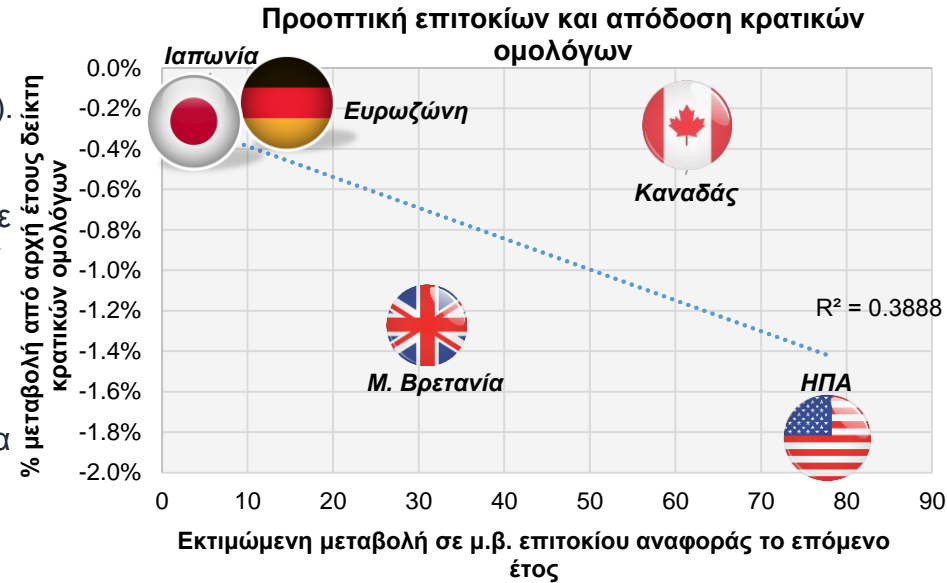


\*Κυριότερες αλλαγές κατασκευαστών δεικτών S&P, MSCI: μείωση % τεχνολογικού, καταναλωτικών αγαθών % και μετονομασία τηλεπικοινωνιακού σε επικοινωνιών με αύξηση στάθμησης.

\*\*Sharpe ratio ενός έτους δεικτών σε όρους δολαρίου: ετήσιες αποδόσεις μετοχικών δεικτών σε δολάριο (8/18) έναντι ετήσιας απόδοσης δείκτη μερητών δολαρίου (overnight index). Η ετησιοποιημένη τυπική απόκλιση των μετοχικών δεικτών έχει υπολογισθεί επί μηνιαίων αποδόσεων.

# Η λιγότερο υποστηρικτική πολιτική Κεντρικών Τραπεζών επηρεάζει αρνητικά τα κρατικά ομόλογα

- ▶ Η αύξηση του πληθωρισμού και η λιγότερο υποστηρικτική πολιτική Κεντρικών Τραπεζών επηρεάζουν ανοδικά τις αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων (καθοδικά τις τιμές).
- ▶ Η προοπτική υψηλότερων επιτοκίων αναφοράς των κυριότερων οικονομιών σε ορίζοντα έτους έχει συνδυαστεί με την υποχώρηση που παρουσιάζουν από την αρχή του έτους οι τιμές κρατικών ομολόγων.
- ▶ Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου στις ΗΠΑ ανήλθε στις 25 Σεπτεμβρίου σε υψηλό (3,11%) τεσσάρων μηνών, κυρίως λόγω περιορισμού της ζήτησης για επενδύσεις χαμηλού κινδύνου.
- ▶ Η προοπτική της πολιτικής της Fed έχει σε μεγάλο βαθμό τιμολογηθεί από τις αγορές, συνεπώς βραχυπρόθεσμα περιορισμένη θεωρείται η πιθανότητα σημαντικής περαιτέρω αύξησης της απόδοσης στη λήξη του 10ετούς ομολόγου.
- ▶ Η προοπτική ενίσχυσης του πληθωρισμού περιορίζει την ελκυστικότητα των κρατικών ομολόγων ιδιαίτερα της Ευρωζώνης, καθώς η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου αναφοράς (Γερμανία: 0,50%) διατηρείται σημαντικά χαμηλότερα από το συνολικό πληθωρισμό (2%).
- ▶ Η ολοκλήρωση του προγράμματος αγοράς ομολόγων της ΕΚΤ το Δεκέμβριο και το γεγονός ότι η αύξηση των επιτοκίων ενδέχεται να πραγματοποιηθεί περί τα μέσα του 2019, αναμένεται να οδηγήσουν την απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου Γερμανίας υψηλότερα.



## Χαμηλές ή αρνητικές οι αποδόσεις σε εταιρικά ομόλογα

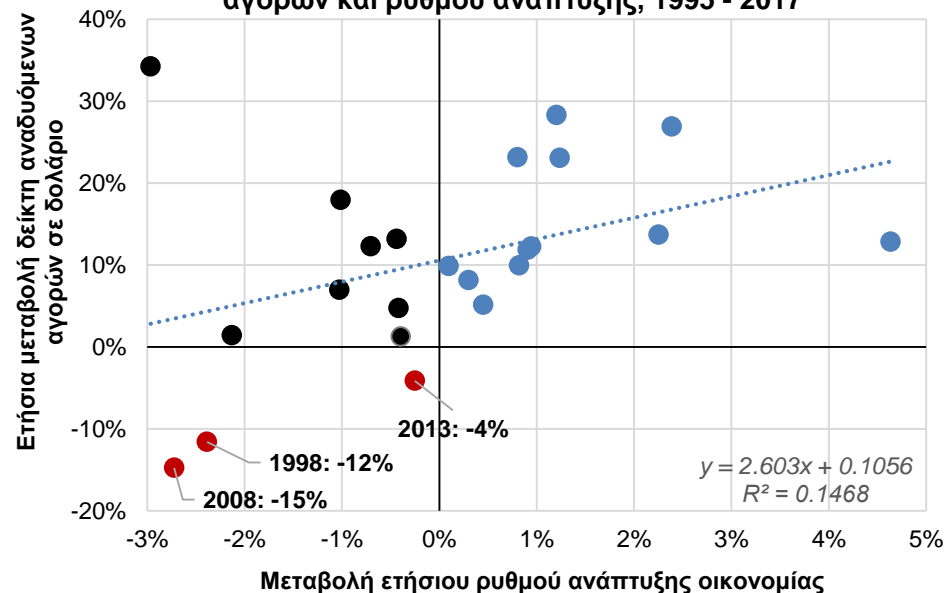
- ▶ Οι αποδόσεις που παρουσιάζουν ομολογιακές κατηγορίες είναι ιδιαίτερα χαμηλές ή αρνητικές και οι προσδοκώμενες αποδόσεις είναι χαμηλότερες συγκριτικά με το παρελθόν.
- ▶ Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης παρουσιάζουν υποχώρηση από την αρχή του έτους (δολάριο: -2,5%, ευρώ: -0,5%) εξαιτίας κυρίως του υψηλού επιτοκιακού κινδύνου που έχουν.
- ▶ Τα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων (HY) παρουσιάζουν ενίσχυση από την αρχή του έτους (δολάριο: 2,4%, ευρώ: 0,3%) εξαιτίας του ικανοποιητικού επιτοκιακού εσόδου, της ισχυρής κερδοφορίας του κλάδου και χαμηλού ποσοστού πτωχεύσεων εταιρειών του κλάδου.
- ▶ Σε περίπτωση αποστροφής κινδύνου, η κατηγορία των εταιρικών ομολόγων υψηλών αποδόσεων σε δολάριο αναμένεται να παρουσιάσει τις ισχυρότερες πιέσεις, καθώς έχουν τη μεγαλύτερη μεταβλητότητα και θεωρούνται υπερτιμημένα σε σχέση με τις λοιπές ομολογιακές κατηγορίες.
- ▶ Τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών σε δολάριο παρουσιάζουν από την αρχή του έτους υποχώρηση (-2,8%), κυρίως λόγω αύξησης των επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών και αναταραχών σε αναδυόμενες οικονομίες. Αξίζει να αναφέρουμε ότι από το 1995, τα έτη που ο ρυθμός ανάπτυξης των αναδυόμενων οικονομιών παρουσίασε αύξηση συνδυάστηκε με ετήσια ενίσχυση του δείκτη ομολόγων σε δολάριο.
- ▶ Το οικονομικό περιβάλλον απαιτεί το συνδυασμό ομολογιακών θέσεων από όλες σχεδόν τις κατηγορίες με μικρή χρονική περίοδο ωρίμανσης των ομολόγων.

### Δείκτες εταιρικών ομολόγων Barclays

Κατηγορία	Αναμενόμενη ετήσια απόδοση	Τροποποιημένη διάρκεια	*Ετήσια μεταβλητότητα	*Πιστωτικό περιθώριο Z-score
Εταιρικά IG Δολάριο	4.1%	7.4	3.9%	-0.8
Εταιρικά HY Δολάριο	6.3%	4.1	4.7%	-1.2
Εταιρικά IG Ευρώ	1.0%	5.2	2.1%	0.2
Εταιρικά HY Ευρώ	3.7%	3.7	3.4%	-0.3

\*Στοιχεία 5 ετών

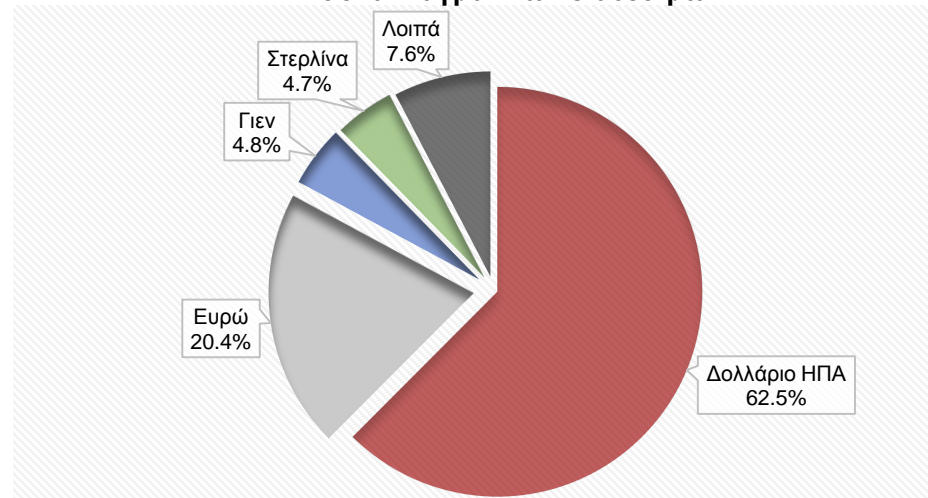
### Ετήσια μεταβολή δείκτη ομολόγων αναδυόμενων αγορών και ρυθμού ανάπτυξης, 1995 - 2017



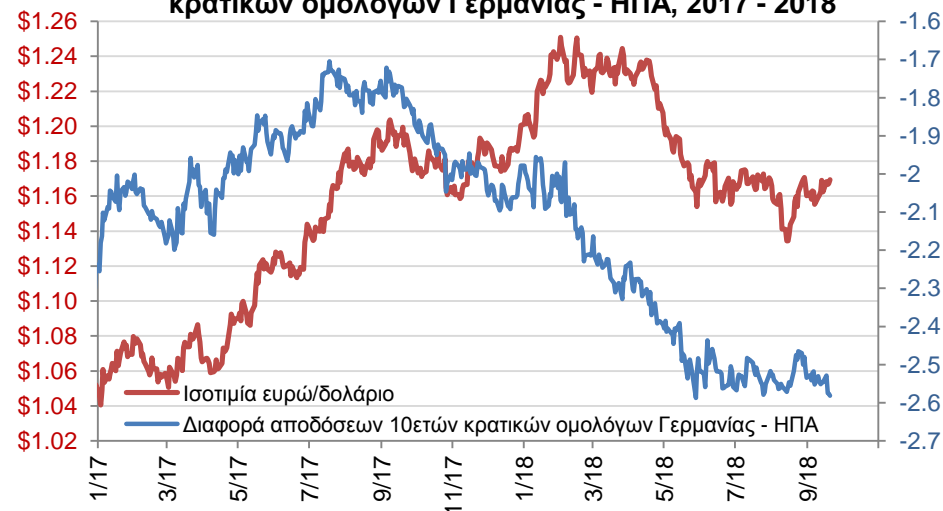
## Σταθεροποιητικές τάσεις για την ισοτιμία ευρώ/δολάριο μετά τις πιέσεις που δέχτηκε τον Αύγουστο

- ▶ Η ενίσχυση της ανησυχίας για τη δημοσιονομική κατάσταση της Ιταλίας σε συνδυασμό με τον προβληματισμό για τις εξελίξεις σε αναδυόμενες αγορές επηρέασαν αρνητικά την ισοτιμία ευρώ/δολάριο, η οποία κατέγραψε στις 15 Αυγούστου χαμηλό (\$1,1300) 14<sup>ωv</sup> μηνών.
- ▶ Η αποστροφή κινδύνου και οι αναταραχές σε αναδυόμενες αγορές ιστορικά συνδυάζονται με ενίσχυση του δολαρίου, καθώς παραμένει το παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα (62,5% των παγκόσμιων διαθεσίμων).
- ▶ Η διατήρηση της ευνοϊκότερης αναπτυξιακής δυναμικής της οικονομίας των ΗΠΑ έναντι της Ευρωζώνης και η διεύρυνση του επιτοκιακού πλεονεκτήματος του δολαρίου επηρέασαν αρνητικά την ισοτιμία. Ωστόσο, η αρνητική επίπτωση φαίνεται να έχει κορυφώσει.
- ▶ Βραχυπρόθεσμα η ισοτιμία παρουσιάζει διακύμανση εντός εύρους τιμών, επηρεαζόμενη σημαντικά από γεωπολιτικούς παράγοντες. Στην περίπτωση που περιορισθούν η ανησυχία για τον προϋπολογισμό στην Ιταλία και οι αναταραχές σε αναδυόμενες αγορές, το ευρώ θα μπορούσε να διαμορφωθεί στα \$1,1900. Αντίθετα, σε περίπτωση κλιμάκωσης των αναταραχών, το ευρώ θα υποχωρούσε περί τα \$1,1200.
- ▶ Μεσοπρόθεσμα τα θεμελιώδη μεγέθη είναι ο βασικός προσδιοριστικός παράγοντας. Το 2019 εκτιμάται ότι θα περιορισθούν η ισχυρότερη αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας των ΗΠΑ σε σχέση με την Ευρωζώνη και το επιτοκιακό πλεονέκτημα του δολαρίου έναντι του ευρώ. Υπό την προϋπόθεση ότι δεν θα εκδηλωθεί πολιτική κρίση στην Ευρωζώνη, το ευρώ θα μπορούσε να ανέλθει περί τα \$1,23.

Κύρια νομίσματα ως ποσοστό παγκόσμιων συναλλαγματικών διαθεσίμων



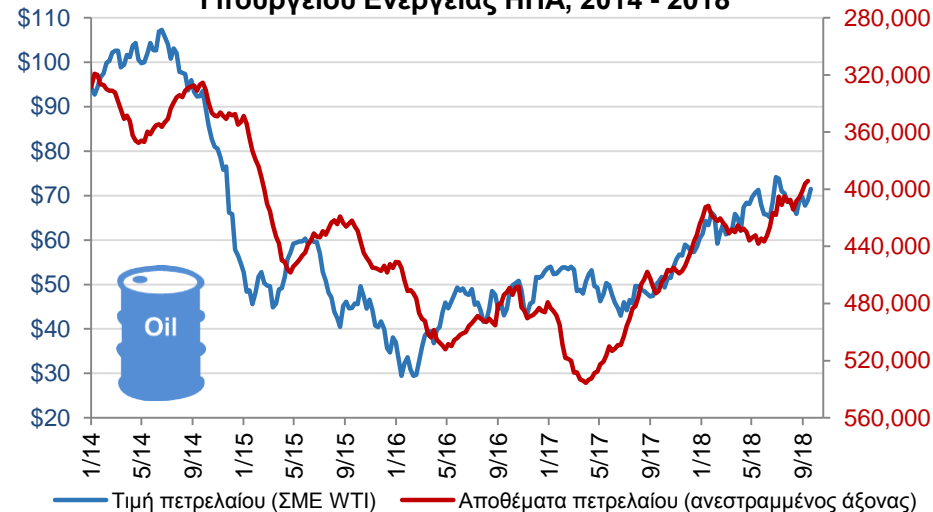
Ευρώ/δολάριο και διαφορά αποδόσεων 10ετών κρατικών ομολόγων Γερμανίας - ΗΠΑ, 2017 - 2018



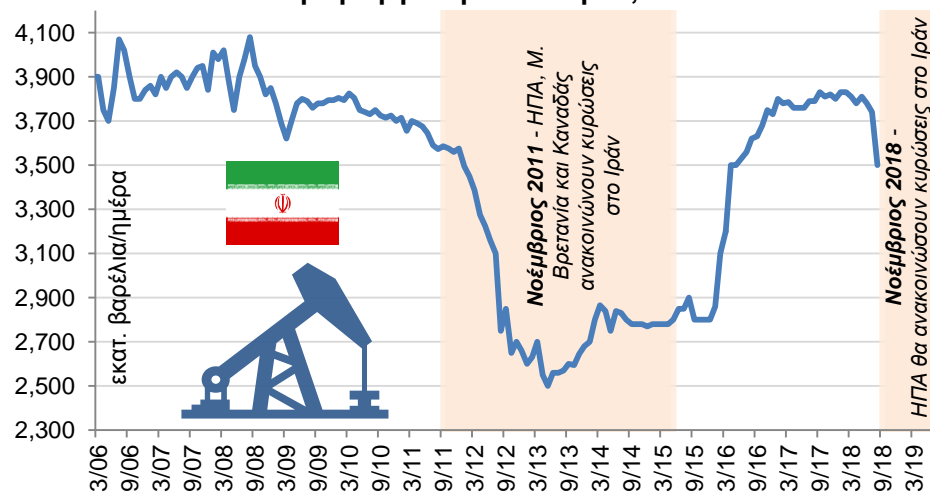
## Σε ανοδική τάση η τιμή του πετρελαίου

- ▶ Η τιμή του πετρελαίου WTI ανήλθε στις 25 Σεπτεμβρίου σε υψηλό (\$72,78/βαρέλι) από 11 Ιουλίου.
- ▶ Τα εβδομαδιαία αποθέματα πετρελαίου στις ΗΠΑ υποχώρησαν το Σεπτέμβριο σε χαμηλό (394,2 εκατ.) από το Φεβρουάριο 2015, καταδεικνύοντας ισχυρή ζήτηση.
- ▶ Αξιωματούχοι από τη Σαουδική Αραβία ανέφεραν ότι είναι αποδεκτή η τιμή του πετρελαίου (τύπου Brent) υψηλότερα των \$80/βαρέλι.
- ▶ Ο Πρόεδρος των ΗΠΑ ανέφερε ότι ο ΟΠΕΚ θα πρέπει να προβεί την τρέχουσα χρονική περίοδο στις κατάλληλες ενέργειες προκειμένου να μειωθεί η τιμή του πετρελαίου.
- ▶ Στη σύσκεψη του ΟΠΕΚ και της Ρωσίας το Σεπτέμβριο δεν αποφασίστηκε μεταβολή της παραγωγής πετρελαίου. Το ποσοστό συμμόρφωσης της συμφωνίας μείωσης της παραγωγής διαμορφώνεται στο 129% λόγω της σημαντικής υποχώρησης που παρουσιάζει η παραγωγή της Βενεζουέλας.
- ▶ Η παραγωγή πετρελαίου του Ιράν έχει ξεκινήσει να μειώνεται εν όψει των κυρώσεων που θα επιβάλουν οι ΗΠΑ στις 4 Νοεμβρίου. Υπενθυμίζεται ότι το 2011 η μείωση της παραγωγής πετρελαίου του Ιράν ήταν κατά 1 εκατ. βαρέλια.
- ▶ Την άνοδο της τιμής περιορίζει η αύξηση της παραγωγής πετρελαίου της Ρωσίας (11,2 εκατ.) και των ΗΠΑ (11 εκατ.) σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.
- ▶ Σε περίπτωση που διατηρηθεί η αναπτυξιακή δυναμική και παραμείνει σε ισχύ η συνεργασία ΟΠΕΚ με τη Ρωσία, η τιμή αναμένεται να κινηθεί ανοδικά μεσοπρόθεσμα.

Τιμή πετρελαίου και αποθέματα πετρελαίου  
Υπουργείου Ενέργειας ΗΠΑ, 2014 - 2018



Παραγωγή Πετρελαίου Ιράν, 2006 - 2018



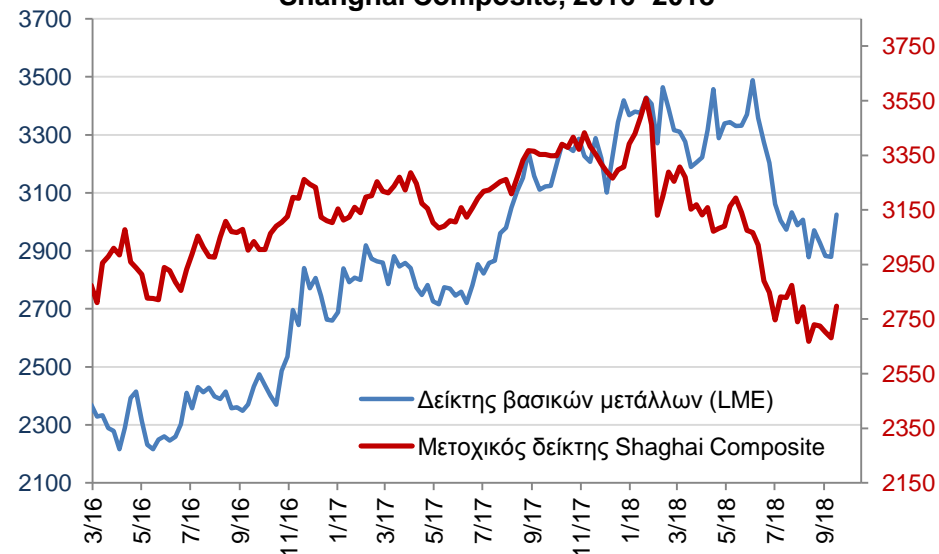
# Αρχικές ενδείξεις σταθεροποίησης για την τιμή χρυσού και τιμές βασικών μετάλλων

- ▶ Ενδείξεις σταθεροποίησης για την τιμή spot χρυσού μετά τις πιέσεις που δέχτηκε τον Αύγουστο.
- ▶ Η τιμή spot χρυσού υποχώρησε στις 16 Αυγούστου σε χαμηλό (\$1.160,27/ουγγιά) από τον Ιανουάριο 2017. Σημειώνεται ότι η τιμή κατέγραψε τον Αύγουστο μηνιαία υποχώρηση (1,9%) για πέμπτο συνεχόμενο μήνα, κυρίως λόγω της αύξησης των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομόλογων ανεπτυγμένων οικονομιών και περιορισμού της ζήτησης για επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου.
- ▶ Η ενίσχυση των ανησυχιών για το διεθνές εμπόριο δεν έχει συνδυαστεί με άνοδο της τιμής χρυσού, καθώς διατηρείται ισχυρή η διάθεση για ανάληψη κινδύνου.
- ▶ Ιστορικά σε περιόδους ενίσχυσης της αποστροφής κινδύνου η τιμή χρυσού παρουσίασε σημαντική άνοδο (κατά μέσο όρο 17% σε ετήσια βάση) λόγω του ρόλου του ως ασφαλές καταφύγιο. Σε ενδεχόμενη ενίσχυση της έντασης στο διεθνές εμπόριο και σημαντικής αρνητικής επίπτωσης στην παγκόσμια οικονομία η τιμή χρυσού αναμένεται να παρουσιάσει ανάκαμψη.
- ▶ Οι πιέσεις που έχουν δεχθεί οι μετοχικές αγορές στην Κίνα, κυρίως λόγω των κυρώσεων που επέβαλαν οι ΗΠΑ, συνδυάστηκαν με καθοδική τάση για τις τιμές βασικών μετάλλων. Η τιμή του 3μηνιαίου ΣΜΕ χαλκού κατέγραψε στις 15 Αυγούστου χαμηλό (\$5.773/τόνο) από τον Ιούνιο 2017. Η εκτίμηση ότι θα ενισχυθεί η ζήτηση βασικών μετάλλων, κυρίως λόγω έργων υποδομών (κατασκευή σιδηροδρόμων και αυτοκινητοδρόμων) που έχει ανακοινώσει η Κίνα αναμένεται να συμβάλουν στην ανάκαμψη των τιμών.

## Συμπεριφορά τιμής χρυσού σε επεισόδια ενίσχυσης της αποστροφής κινδύνου

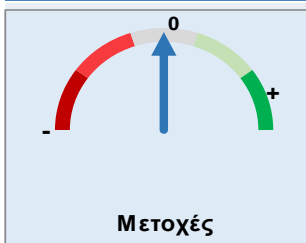
Επεισόδια αποστροφής κινδύνου	Μεταβολή τιμής χρυσού μετά από ένα έτος
Σεπτέμβριος 2001 (τρομοκρατική επίθεση 11/9)	10,3%
Σεπτέμβριος 2008 (κατάρρευση Lehman)	15,7%
Μάιος 2010 (κρίση χρέους Ελλάδας)	26,3%
Αύγουστος 2015 (ανησυχία για την Κίνα)	15,3%
<b>Μέσος όρος</b>	<b>16,9%</b>

## Τιμές βασικών μετάλλων και μετοχικός δείκτης Shanghai Composite, 2016- 2018





## ΜΕΤΟΧΕΣ



	Στάθμιση		
ΗΠΑ		■	Υπέρβαρη στάθμιση σε μετοχές ΗΠΑ, καθώς η ισχυρή δυναμική της αγοράς υποστηρίζεται από τον υψηλό ρυθμό ανάπτυξης της αμερικανικής οικονομίας. Ουδέτερη η στάθμιση Ιαπωνίας και Ευρώπης. Υπόβαρη η στάθμιση των αναδυόμενων μετοχικών αγορών, παρότι η εικόνα των θεμελιωδών του αναδυόμενου μετοχικού δείκτη δεν συμβαδίζει με τις ισχυρές πιέσεις του τελευταίου διαστήματος. Η ελαφρώς επιφυλακτικότερη στάση σχετικά με τις αναδυόμενες μετοχικές αγορές, κυρίως αντανάκλα την αρνητική τάση του πρόσφατου διαστήματος και την ανησυχία λόγω της λήψης πρόσθετων μέτρων προστατευτισμού από τις ΗΠΑ εναντίον της Κίνας.
Ευρώπη			
Ιαπωνία			
Αναδυόμενες αγορές	■		

## Ομόλογα



	Στάθμιση		
Κρατικά ΗΠΑ		■	Ελαφρώς υπέρβαρη η στάθμιση για κρατικά ομόλογα ΗΠΑ, καθώς η προοπτική της νομισματικής πολιτικής της Fed σε μεγάλο βαθμό έχει προεξοφληθεί και σε περίοδο αύξησης της μεταβλητότητας παρουσιάζουν ευνοϊκή συμπεριφορά. Αρνητική η στάθμιση για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης λόγω της λιγότερο υποστηρικτικής νομισματικής πολιτικής και της αύξησης του πληθωρισμού. Ελαφρώς υπέρβαρη στάθμιση για εταιρικά ομόλογα επενδυτικής βαθμίδας λόγω του ικανοποιητικού επιτοκιακού εσόδου σε σχέση με τον κίνδυνο. Υπόβαρη στάθμιση για τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων, καθώς θεωρούνται υπερτιμημένα. Ουδέτερη η στάθμιση για τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών, λόγω αύξησης επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών και αναταραχών σε αναδυόμενες αγορές.
Κρατικά Ευρωζώνη	■	■	
Εταιρικά IG		■	
Εταιρικά HY		■	
Αναδυόμενων αγορών			

## Εμπορεύματα - Εναλλακτικές επενδύσεις



	Στάθμιση		
Πετρέλαιο			Ουδέτερη η στάθμιση για την τιμή του πετρελαίου. Η εκτίμηση ότι θα περιορισθούν οι εξαγωγές πετρελαίου του Ιράν και η ισχυρή ζήτηση επηρεάζουν θετικά την τιμή. Η αύξηση της παραγωγής από τις μεγαλύτερες χώρες παραγωγής πετρελαίου περιορίζει την άνοδο της τιμής. Ενδείξεις σταθεροποίησης για την τιμή χρυσού μετά τις πιέσεις που δέχθηκε τον Αύγουστο. Οι πιέσεις που δέχθηκαν οι αγορές της Κίνας συνδυάστηκαν με καθοδική τάση των βασικών μετάλλων. Υπερέκθεση σε εναλλακτικές και ευέλικτες στρατηγικές που μπορούν να επιτύχουν καλύτερη συμπεριφορά σε περιόδους είνσχυσης της μεταβλητότητας (μετατρέψιμα ομόλογα).
Χρυσός			
Βασικά μέταλλα			
Εναλλακτικές στρατηγικές		■	

## Ρευστότητα - Συνάλλαγμα



	Έναντι του ευρώ	Προοπτική	
Δολάριο ΗΠΑ		■	Ουδέτερη η στάθμιση σε ρευστότητα. Η αναζήτηση υψηλότερων αποδόσεων σε περιβάλλον σχετικά αυξημένου πληθωρισμού καθιστά μη ελκυστική την κατηγορία ρευστότητας σε ευρώ. Ωστόσο, διατηρήθηκε η ουδέτερη στάθμιση κυρίως λόγω των γεωπολιτικών κινδύνων και των εξελίξεων αναφορικά με τα μέτρα προστατευτισμού στο διεθνές εμπόριο.
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