



Διεθνείς Οικονομίες & Αγορές: Αναμονή για την Επιβεβαίωση των Καλύτερων Στοιχείων



Λεκκός Ηλίας
Πατίκης Βασίλης
Αρακελιάν Βενη
Πολυχρονόπουλος Διονύσης
Παπακώστας Χρυσοβαλάντης

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ & ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ



Σύνοψη

- **Τόσο στις ΗΠΑ, όσο και στην Ευρωζώνη παρατηρείται μια σημαντική απόκλιση των προδρόμων δεικτών από τα πραγματικά οικονομικά στοιχεία.** Έως ένα βαθμό η απόκλιση αυτή είναι αναμενόμενη, κυρίως όμως γύρω από τα σημεία αλλαγής της τάσης των οικονομικών στοιχείων ως προς τις φάσεις του οικονομικού κύκλου. Στην τρέχουσα συγκυρία προεξοφλείται ενίσχυση της υπάρχουσας τάσης (επιτάχυνση). Στις περιπτώσεις αυτές η προβλεπτική ικανότητα των πρόδρομων δεικτών είναι σχετικά ασθενέστερη. Επομένως, στο στάδιο αυτό διατηρούμε μια προδιάθεση για ανοδική αναθεώρηση των προβλέψεων μας για την ανάπτυξη, αλλά είμαστε διατεθειμένοι να αναμένουμε λίγο περισσότερο για τις πραγματικές ενδείξεις επιτάχυνσης. Το κόστος ευκαιρίας μιας τέτοιας αναμονής (σε σχέση με πιθανές επενδυτικές τοποθετήσεις) είναι σχετικά μικρό, ιδίως στις ΗΠΑ, όπου οι αγορές παράλληλα με τους πρόδρομους δείκτες ήδη προεξοφλούν μια σημαντική οικονομική επιτάχυνση.
- **Το ενδιαφέρον εστιάζεται επίσης στην πορεία του πληθωρισμού αλλά και την νομισματική πολιτική. Βρισκόμαστε εν μέσω μιας ανοδικής έξαρσης του πληθωρισμού η οποία οφείλεται σχεδόν αποκλειστικά στην ανάκαμψη της τιμής του πετρελαίου.** Δεδομένου ότι στις ΗΠΑ τα πραγματικά εισοδήματα και οι μισθοί αναπτύσσονται βραδύτερα των τιμών, δεν υπάρχει ακόμα η ώθηση στη ζήτηση που θα οδηγήσει σε μια διατηρήσιμη άνοδο του πληθωρισμού. Επομένως η δυναμική αυτή σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα για την δημοσιονομική τόνωση στις ΗΠΑ καθώς και το κατά πόσο τελικά οι προσδοκίες που έχουν δημιουργηθεί από την εξέλιξη των πρόδρομων δεικτών και την κίνηση των αγορών θα επιβεβαιωθούν συνηγορούν σε μια σχετικά ήπια στάση της FED, γεγονός που επιβεβαιώθηκε και από την πρόσφατη συνεδρίασή της.
- **Το μακροοικονομικό περιβάλλον παραμένει θετικό για την ανάληψη επενδυτικού κίνδυνου.** Η βελτίωση της κυκλικής εικόνας της οικονομίας υποστηρίζει τις ριψοκίνδυνες αξίες, ενώ η σχετικά ηπιότερη στάση της Fed συνηγορεί σε ήπια άνοδο των επιτοκίων και σε μη ενίσχυση του δολαρίου. Ο συνδυασμός αυτός βρίσκεται εν μέρει πίσω από τη σύσταση που περιλαμβάνεται στην πρόσφατη Έκδοση της Επενδυτικής Στρατηγικής μας για αύξηση του επενδυτικού κίνδυνου, με εστίαση σε μετοχικές αγορές εκτός των ΗΠΑ. Όπως έχουμε επικοινωνήσει, διατηρούμε μια μικρή υποεπενδυμένη θέση στις μετοχικές αγορές λόγω της αβεβαιότητας που προκύπτει έως ότου υπάρξει επιβεβαίωση των ενδείξεων των πρόδρομων δεικτών, που συνδυάζεται με την αβεβαιότητα σχετικά με την πολιτική της νέας κυβέρνησης των ΗΠΑ, παράλληλα και με τις υψηλές αποτιμήσεις των αμερικάνικων αγορών.



Executive Summary: Οικονομία ΗΠΑ & FED

- **Η αγορά εργασίας και η πλειοψηφία των πρόδρομων οικονομικών δεικτών διαμορφώνονται σε τέτοιο επίπεδο που σηματοδοτεί ισχυρή ανάπτυξη.** Όμως, η εξέλιξη των στοιχείων που αντιπροσωπεύουν την πραγματική οικονομική δραστηριότητα υστερεί σε μεγάλο βαθμό. Ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής, των νέων παραγγελιών, της παραγωγικότητας εργασίας, των πραγματικών μισθών και του πραγματικού προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος διαμορφώνονται σε πολύ χαμηλό επίπεδο αποτελώντας ενδεχομένως αρνητικό παράγοντα για την εξέλιξη της πραγματικής προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης και άλλων συνιστωσών της πραγματικής οικονομίας.
- **Το 2016 ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε στο 1,6%, ενώ για το 2017 αναμένουμε επιτάχυνσή του στο 2,3%, λόγω κυρίως της ανάκαμψης των επενδύσεων και της αναμενόμενης δημοσιονομικής χαλάρωσης.** Βέβαια, η θετική επίδραση της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι θα αρχίσει να φαίνεται από τα τέλη του 2017 και κυρίως το 2018. Στο στάδιο αυτό διατηρούμε μια προδιάθεση για ανοδική αναθεώρηση των εκτιμήσεών μας για το ρυθμό ανάπτυξης, αλλά εκτιμούμε ότι πρέπει να αναμένουμε λίγο περισσότερο ώστε οι ενδείξεις επιτάχυνσης (σε βασικές οικονομικές παραμέτρους όπως είναι η παραγωγικότητα και οι πραγματικοί μισθοί) να συνάδουν με τους υψηλούς πρόδρομους δείκτες.
- Η επέκταση της δημοσιονομικής πολιτικής που έχει εξαγγελθεί ότι θα υιοθετηθεί από τη νέα κυβέρνηση αποτελεί το βασικό θετικό παράγοντα που είναι πιθανό να οδηγήσει σε υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης και ίσως σε υψηλότερο δομικό πληθωρισμό. Όμως, **σοβαρές επιπτώσεις ενδεχομένως προκύψουν από την αύξηση του κόστους δανεισμού στο περιβάλλον υψηλής δανειακής μόχλευσης που επικρατεί στην αμερικανική οικονομία.** Αξίζει να σημειωθεί ότι ο λόγος των δανείων των επιχειρήσεων προς το ονομαστικό ΑΕΠ έχει επιστρέψει στο υψηλό επίπεδο που βρισκόταν το 2008.
- Οι νέες εκτιμήσεις της FED (του Μαρτίου) διαβλέπουν άλλες δύο επιπλέον αυξήσεις του βασικού επιτοκίου εντός του 2017 και άλλες τρεις εντός του 2018, ενώ οι προσδοκίες των αγορών (από τα FED Fund Futures) προεξοφλούν άλλη μια αύξηση εντός του 2017 και άλλες δύο εντός του 2018. Η εκτίμησή μας για το 2017 κατανέμεται ισομερώς μεταξύ εκείνης της FED και των προσδοκιών των αγορών, διότι ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα επιβραδυνθεί από τα τέλη του 2017 και ύστερα, καθώς θα περιοριστεί σημαντικά το ανοδικό αποτέλεσμα βάσης που απορρέει από τις αυξημένες διεθνείς τιμές ενέργειας. Εξάλλου, η πρόεδρος Yellen έχει τονίσει ότι η FED μπορεί να επιδείξει ανοχή για κάποιο χρονικό διάστημα σε πληθωρισμό υψηλότερο του 2,0%, ώστε να εναρμονιστεί καλύτερα η σταδιακή αύξηση των επιτοκίων με τη στήριξη της ανάπτυξης της οικονομικής δραστηριότητας. **Εντός του 2018 εκτιμούμε ότι θα ξεκινήσει η σταδιακή μείωση των επανεπενδύσεων του κεφαλαίου των λήξεων των αξιογράφων που κατέχει η FED,** διότι είναι αρκετά πιθανό η μείωση του μεγέθους των επανεπενδύσεων των λήξεων να επιβαρύνει σε μικρότερο βαθμό τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε σχέση με την περαιτέρω αύξηση του βασικού επιτοκίου της FED.



Executive Summary: Οικονομία Ευρωζώνης & ΕΚΤ

- Η πλειοψηφία των πρόδρομων οικονομικών δεικτών διαμορφώνεται υψηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου, εμφανίζοντας ταυτόχρονα τάση περαιτέρω αύξησης. Όμως, όπως και στην περίπτωση της οικονομίας των ΗΠΑ, η **εξέλιξη των στοιχείων που αντανακλούν την πραγματική οικονομική δραστηριότητα υπολείπεται αρκετά σε σχέση με τους πρόδρομους δείκτες**. Ενδεικτικά, αξίζει να αναφερθεί ότι οι νέες παραγγελίες στο μεταποιητικό τομέα της Γερμανίας συρρικνώθηκαν τον Ιανουάριο με το μεγαλύτερο ρυθμό (-7,5%) από τις αρχές του 2009.
- **Το 2016 ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε στο 1,7%, ενώ για το 2017 αναμένουμε μικρή επιβράδυνση στο 1,6%**. Αυτό προκύπτει διότι, παρότι οι πρόδρομοι δείκτες είναι σε υψηλό επίπεδο, η έως τώρα εξέλιξη των πραγματικών οικονομικών στοιχείων και ο αυξανόμενος πολιτικός κίνδυνος εκτιμούμε ότι θα συγκρατήσουν τον τριμηνιαίο ρυθμό ανάπτυξης κοντά στο 0,4% (όπως καταγράφηκε και κατά τη διάρκεια του β' εξαμήνου του 2016). Βέβαια, στην περίπτωση κατά την οποία το αποτέλεσμα των γαλλικών εκλογών είναι ανάλογο με εκείνο των ολλανδικών εκλογών εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να αναθεωρήσουμε ανοδικά το ρυθμό ανάπτυξης, καθώς μειώνεται σημαντικά ο πολιτικός κίνδυνος στην Ευρωζώνη. Ο πληθωρισμός εκτιμούμε ότι θα υπερβεί το 1,5% στο μεγαλύτερο μέρος του 2017, λόγω του ανοδικού αποτελέσματος βάσης από τις διεθνείς τιμές ενέργειας και τροφίμων. Αντίθετα, λόγω του υψηλού ποσοστού ανεργίας και του υποτονικού ρυθμού αύξησης των μισθών, ο δομικός πληθωρισμός θα διαμορφώνεται χαμηλότερα του 1,5%.
- Η συνέχιση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ έως το τέλος του 2017 αποτελεί το βασικό θετικό παράγοντα για την οικονομία της Ευρωζώνης. Όμως, οι πρόσφατες αποφάσεις για σημαντικού μεγέθους αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου σε κάποια μεγάλα ευρωπαϊκά τραπεζικά ιδρύματα αντανακλούν τη δύσκολη κατάσταση στην οποία βρίσκεται ο χρηματοπιστωτικός τομέας της Ευρωζώνης. Κατά συνέπεια, το συνεχιζόμενο πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ δεν έχει μετουσιωθεί σε σημαντική ενίσχυση της τραπεζικής χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα. **Το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ ενδεχομένως να προκαλεί εφησυχασμό ως προς τη δημοσιονομική προσαρμογή και τις διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις** που είναι αναγκαίες σε αρκετές χώρες της Ευρωζώνης. Η ενδεχόμενη μεγάλη μείωση ή παύση του προγράμματος της ΕΚΤ μπορεί να οδηγήσει σε μεγάλη άνοδο του κόστους εξυπηρέτησης του δημοσίου χρέους των χωρών αυτών και σε υπονόμευση της προοπτικής των ρυθμών ανάπτυξής τους.
- **Η πιθανότητα μεγάλης περικοπής ή παύσης του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ εντός του 2018 έχει αυξηθεί αρκετά** ύστερα από τη δημοσίευση των νέων μακροοικονομικών εκτιμήσεων της ΕΚΤ που προβλέπουν γενικό και δομικό πληθωρισμό ελαφρώς χαμηλότερα του στόχου του 2,0 για το 2018 και το 2019. Εφόσον έχει πλέον εξαιρεθεί ο κίνδυνος του αποπληθωρισμού ενδεχομένως να επαρκεί η διατήρηση του παρεμβατικού επιτοκίου σε πολύ χαμηλό επίπεδο για μακρύ χρονικό διάστημα και να μην απαιτείται η συνέχιση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης.



Executive Summary: Αγορές

- Κατά τη διάρκεια του 2017 το πετρέλαιο έχει καταγράψει σημαντικές απώλειες (-10% το WTI και -8,4% το Brent) και η τιμή των εμπορευμάτων στο σύνολό τους έχει μειωθεί κατά 4%. Αντίθετα, **στις μετοχές η εικόνα είναι θετική, καθώς στις αναδυόμενες αγορές έχει σημειωθεί ενίσχυση κατά 12%, στο δείκτη S&P500 κατά 6,2% και στο συνολικό δείκτη MSCI World κατά 6,4%**. Μικρότερα κέρδη έχουν καταγραφεί στις μετοχικές αγορές της Ευρώπης (κατά 4,8%) και της Ιαπωνίας (κατά 2,2%). Παράλληλα, η ισοτιμία EURUSD έχει ενισχυθεί κατά 2,2% και η τιμή του χρυσού κατά 6,7%.
- Παρατηρείται **περαιτέρω επιτάχυνση της δυναμικής της παγκόσμιας οικονομίας** όπως αυτή εκφράζεται από μια **σειρά από πρόδρομους δείκτες**. Η δυναμική αυτή είναι ιστορικά θετική για τις ριψοκίνδυνες αξίες. Στο στάδιο αυτό όμως, το γεγονός ότι αφορά κυρίως πρόδρομους δείκτες και όχι πραγματικά στοιχεία, θα μπορούσε να αποτελέσει κίνδυνο για αγορές οι οποίες έχουν γρήγορα προεξοφλήσει ένα σημαντικό μέρος της ανάκαμψής αυτής.
- **Οι αγορές στις ΗΠΑ (μετοχές αλλά και αποδόσεις των ομολόγων), είναι σχετικά πιο εκτεθειμένες, ενώ ο υπόλοιπος κόσμος εμφανίζεται πιο «προστατευμένος»,** ιδίως μετά την σχετικά ήπια πρόσφατη ρητορική της FED η οποία συνηγορεί σε περιορισμό της ανόδου των αποδόσεων των ομολόγων και του δολαρίου.
- Συνολικά, η πρόθεση της Fed να «ανεχτεί» πληθωρισμό πάνω από το 2% συνηγορεί σε σημαντική μείωση της πιθανότητας μιας απότομης σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής, ιδίως κάτω από το πρίσμα των προβλέψεων μας για περιορισμένο περιθώριο πληθωριστικής επιτάχυνσης. Οι αναδυόμενες μετοχικές αγορές και τα εμπορεύματα αναμένεται να ωφεληθούν από την δυναμική αυτή.
- Παράγοντες ανησυχίας παραμένουν οι διαρθρωτικές αδυναμίες στις ΗΠΑ, όπως η χαμηλή παραγωγικότητα, η χαμηλή ταχύτητα κυκλοφορίας του χρήματος, τα υψηλά ρευστά διαθέσιμα των εταιρειών που δεν διοχετεύονται σε επενδύσεις. Όλοι αυτοί οι παράγοντες σε περιβάλλον υψηλής δανειακής μόχλευσης συνηγορούν σε πολύ χαμηλότερες αποτιμήσεις των μετοχικών αγορών και καθιστούν το τωρινό (πολύ θετικό) επενδυτικό κλίμα ιδιαίτερα ευαίσθητο σε ανακοινώσεις σχετικά με το μέγεθος και το μείγμα του αναμενομένου πακέτου δημοσιονομικής χαλάρωσης στις ΗΠΑ.
- Στην Ευρωζώνη, η αυξημένη πιθανότητα μεγάλης περικοπής ή παύσης του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ το 2018 αποτελεί θετικό παράγοντα για το ευρώ και τα μακροχρόνια yields των κρατικών ομολόγων.



Οικονομική Ανάλυση ΗΠΑ



Οικονομικός Κύκλος ΗΠΑ: Ισχυροί Πρόδρομοι Δείκτες

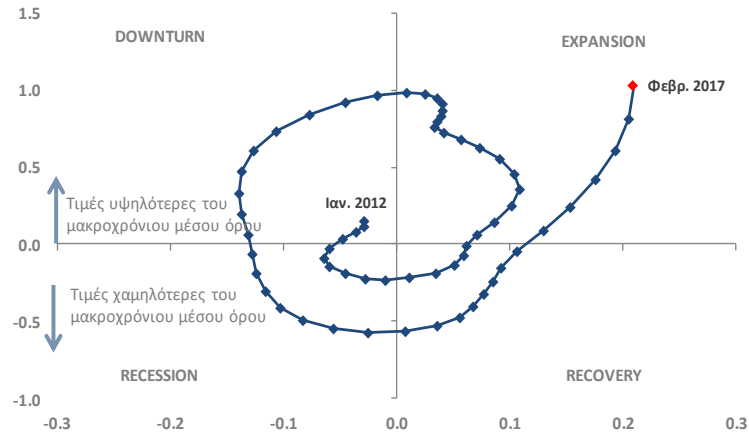
Ο πρόδρομος δείκτης ISM του μεταποιητικού τομέα βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης από το Σεπτέμβριο του 2016.

Ο συνολικός πρόδρομος δείκτης βρίσκεται επίσης στη φάση της ανάπτυξης, καθώς στη συγκεκριμένη φάση βρίσκονται οι πρόδρομοι δείκτες του καταναλωτή καθώς και των τομέων των υπηρεσιών και των κατοικιών.

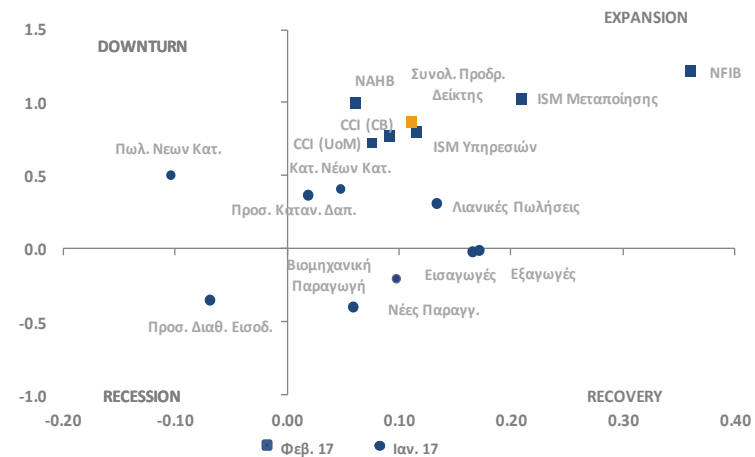
Στη φάση της ανάκαμψης βρίσκονται κάποιες σημαντικές μεταβλητές, όπως η βιομηχανική παραγωγή, οι νέες παραγγελίες, οι εισαγωγές και οι εξαγωγές. Όμως, αυτές οι μεταβλητές του διεθνούς εμπορίου βρίσκονται κοντά στο να εισέλθουν στη φάση της ανάπτυξης.

Οι λιανικές πωλήσεις και η προσωπική καταναλωτική δαπάνη βρίσκονται στη φάση της ανάπτυξης. Αντίθετα, το προσωπικό διαθέσιμο εισόδημα (σε πραγματικούς όρους) βρίσκεται στη φάση της ύφεσης, καθώς ο ετήσιος ρυθμός αύξησής του διαμορφώνεται χαμηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου και βαίνει μειούμενος.

Οικονομικός κύκλος ISM-Μεταποίησης



Οικονομικοί κύκλοι βασικών μακρο-μεταβλητών



CCI (CB): Πρόδρομος Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτή (Conference Board)
 CCI (UoM): Πρόδρομος Δείκτης Εμπιστοσύνης Καταναλωτή (University of Michigan)
 NAHB: Πρόδρομος Δείκτης Κατασκευαστών Κατοικιών
 NFIB: Πρόδρομος Δείκτης Μικρομεσαίων Επιχειρήσεων



ΗΠΑ - Τρέχουσα Συγκυρία (I): Ισχυρή αγορά εργασίας, αλλά χαμηλή επίδοση των στοιχείων του πραγματικού προσωπικού εισοδήματος



Τα στοιχεία για την αγορά εργασίας του Φεβρουαρίου ήταν αρκετά ενθαρρυντικά:

- Η απασχόληση αυξήθηκε κατά 235 χιλ. νέες θέσεις εργασίας υπερβαίνοντας τις προσδοκίες (για 200 χιλ.).
- Ο ρυθμός ενίσχυσης των ονομαστικών μισθών επιταχύνθηκε στο 2,8% (από 2,5%).
- Το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 4,7% (από 4,8%). Παράλληλα, το σύνθετο ποσοστό ανεργίας (που περιλαμβάνει την υποαπασχόληση) μειώθηκε στο 9,2% (από 9,4%).
- Το ποσοστό συμμετοχής αυξήθηκε στο 63,0% (από 62,9%).

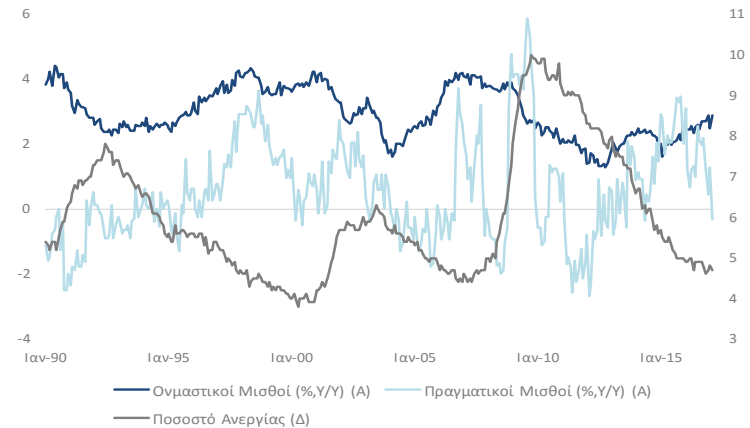
Οι πρόδρομοι δείκτες του Φεβρουαρίου για τον καταναλωτή διαμορφώθηκαν σε σχετικά πολύ υψηλό επίπεδο. Ενδεικτικά, αναφέρεται ότι ο δείκτης του Conference Board διαμορφώθηκε στο υψηλότερο επίπεδο από το 2001.

Όμως, αυτοί οι ισχυροί πρόδρομοι δείκτες δεν έχουν μετουσιωθεί σε ανάλογη εξέλιξη των στοιχείων που αντανακλούν την πραγματική οικονομία. Ο ρυθμός ενίσχυσης των πραγματικών μισθών και του πραγματικού προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος έχουν υποχωρήσει σε πολύ χαμηλό επίπεδο.

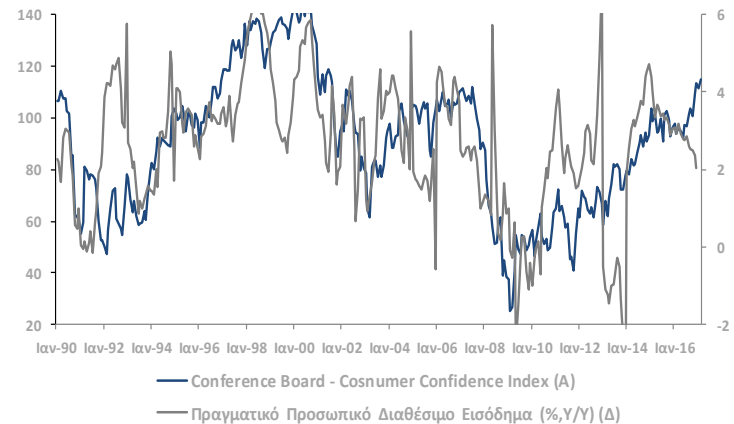
Η συνέχιση της σημαντικής αυτής υστέρησης (των πραγματικών μισθών και του πραγματικού διαθέσιμου εισοδήματος σε σχέση με τους πρόδρομους δείκτες του καταναλωτή) ενδεχομένως επιδράσει αρνητικά στη ζήτηση και κατά συνέπεια την πραγματική προσωπική καταναλωτική δαπάνη που αποτελεί το μεγαλύτερο μέρος του συνολικού πραγματικού ΑΕΠ.

Επιπλέον, απαιτείται η σημαντική ενίσχυση των πραγματικών μισθών (ο ετήσιος ρυθμός των οποίων διαμορφώνεται τώρα σε αρνητικό έδαφος όπως καταδεικνύεται στα διπλάνα διαγράμματα) ώστε να κινηθεί ο δομικός πληθωρισμός σε υψηλότερο επίπεδο και κυρίως σε διατηρήσιμη βάση.

Ποσοστό Ανεργίας & Μεταβολή Μισθών (Πραγματικών & Ονομαστικών)



Πρόδρομος Δείκτης Καταναλωτή & Πραγματικό Προσωπικό Διαθέσιμο Εισόδημα





ΗΠΑ - Τρέχουσα Συγκυρία (II): Υψηλοί πρόδρομοι επιχειρηματικοί δείκτες, αλλά χαμηλή παραγωγικότητα και βιομηχανική δραστηριότητα



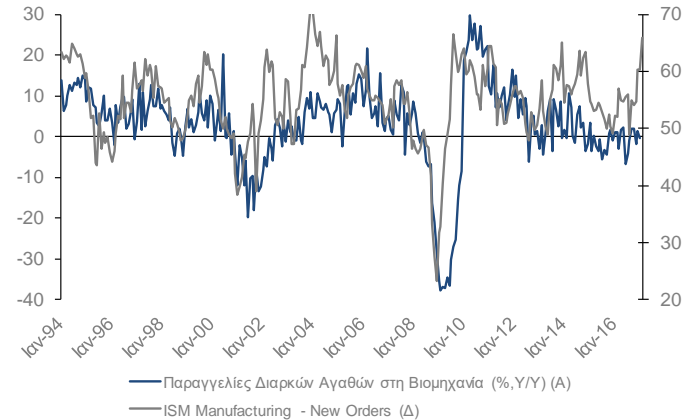
Παρόμοια αναντιστοιχία υφίσταται και στη βιομηχανική δραστηριότητα. Ο πρόδρομος επιχειρηματικός δείκτης ISM του τομέα της μεταποίησης διαμορφώθηκε το Φεβρουάριο (στο 57,5) στο υψηλότερο επίπεδο από το 2014. Παράλληλα, ο αντίστοιχος δείκτης των υπηρεσιών ανήλθε (στο 57,6) στο υψηλότερο επίπεδο από το 2015. Ειδικότερα, ο επιμέρους δείκτης των νέων παραγγελιών στη μεταποίηση ενισχύθηκε (στο 65,1) στο υψηλότερο επίπεδο από το 2009.

Αντίθετα, ο ρυθμός μεταβολής του Φεβρουαρίου τόσο της βιομηχανικής παραγωγής όσο και των νέων παραγγελιών διαρκών αγαθών διαμορφώθηκε κοντά στο 0%. Επιπλέον, ο ρυθμός μεταβολής της παραγωγικότητας της εργασίας διαμορφώθηκε το δ' τρίμηνο του 2016 στο 1,0% που αποτέλεσε το υψηλότερο επίπεδο από το β' τρίμηνο του 2015.

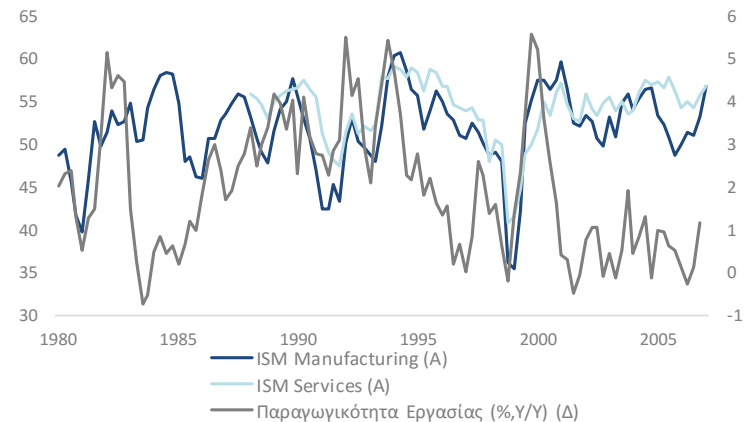
Στα διπλανά διαγράμματα καταδεικνύεται ότι η παραγωγικότητα της εργασίας συνήθως προηγείται έναντι των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών ως προς τις εναλλαγές των διαφόρων φάσεων του οικονομικού κύκλου. Συνεπώς, η συνέχιση του χαμηλού ρυθμού με τον οποίο αυξάνεται δεν συνάδει με το υψηλό επίπεδο στο οποίο βρίσκονται οι πρόδρομοι επιχειρηματικοί δείκτες. Επίσης, καταδεικνύεται ότι ο πρόδρομος μεταποιητικός δείκτης των νέων παραγγελιών προηγείται έναντι των καταγεγραμμένων νέων παραγγελιών ως προς τις εναλλαγές των φάσεων του οικονομικού κύκλου. Συνεπώς, το υψηλό επίπεδο στο οποίο βρίσκεται ο πρόδρομος δείκτης των νέων παραγγελιών στη μεταποίηση δεν συνάδει με τη συνέχιση της υποτονικότητας που καταγράφεται στο ρυθμό αύξησης των νέων παραγγελιών διαρκών αγαθών στη βιομηχανία.

Έως ένα μέρος οι αποκλίσεις αυτές είναι αναμενόμενες, κυρίως όμως γύρω από σημεία αλλαγής της τάσης των οικονομικών στοιχείων ως προς τις φάσεις του οικονομικού κύκλου. Στην τρέχουσα συγκυρία προεξοφλείται η ενίσχυση της υπάρχουσας τάσης (επιτάχυνση). Στις περιπτώσεις αυτές η προβλεπτική ικανότητα των προδρόμων δεικτών είναι σχετικά ασθενέστερη. Επομένως, στο στάδιο αυτό διατηρούμε μια προδιάθεση για ανοδική αναθεώρηση των προβλέψεων μας για την ανάπτυξη, αλλά είμαστε διατεθειμένοι να αναμένουμε λίγο περισσότερο ώστε οι ενδείξεις επιτάχυνσης (σε βασικές οικονομικές παραμέτρους όπως είναι η παραγωγικότητα και η βιομηχανική δραστηριότητα) να συνάδουν με τους υψηλούς πρόδρομους δείκτες.

Πρόδρομος Δείκτης Μεταποίησης & Νέες Παραγγελίες στη Βιομηχανία



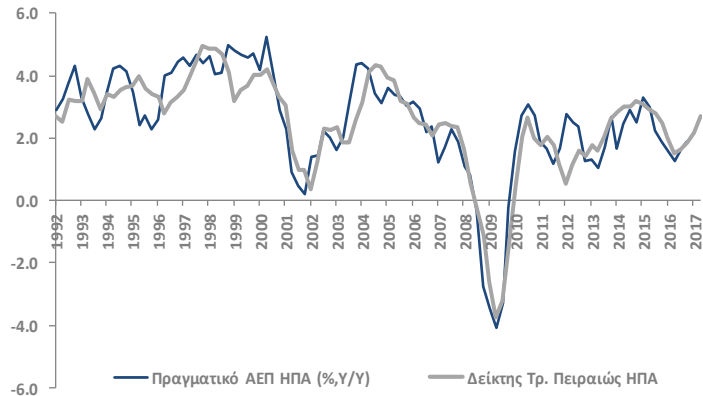
Πρόδρομοι Επιχειρηματικότητας Δείκτες & Παραγωγικότητα Εργασίας





ΗΠΑ: Σημαντική ανοδική αναθεώρηση του μεσοπρόθεσμου ρυθμού σύγκλισης

Τρ. Πειραιώς: Πρόδρομος Δείκτης & Πραγματικό ΑΕΠ ΗΠΑ

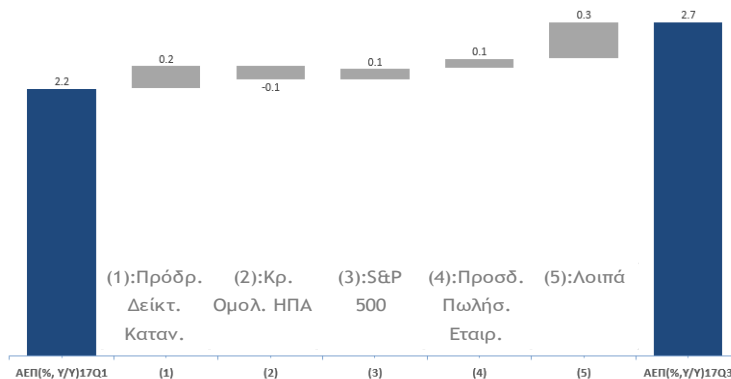


Ο δείκτης Οικονομικής Δραστηριότητας της Τράπεζας Πειραιώς κατασκευάζεται με την μέθοδο ανάλυσης κύριων συνιστωσών (Principal Component Analysis). Ως μεταβλητές έχουν χρησιμοποιηθεί πρόδρομοι δείκτες και στοιχεία των αγορών.

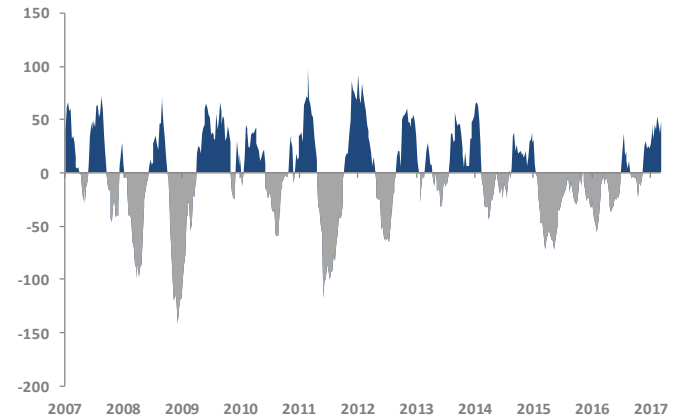
Μεσοπρόθεσμη Εκτίμηση: Χρησιμοποιούμε μεταβλητές που σχετίζονται με πρόδρομους οικονομικούς δείκτες και στοιχεία από τις αγορές για να εκτιμήσουμε τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ σε ορίζοντα εξαμήνου. Διαπιστώνουμε ότι με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία του α' τριμήνου θα μπορεί να συγκλίνει στο 2,7%, σημειώνοντας σημαντική ανοδική αναθεώρηση έναντι του 2,2% που ήταν η εκτίμησή μας με βάση τα στοιχεία του δ' τριμήνου. Αυτή η ανοδική αναθεώρηση οφείλεται κυρίως στην αύξηση των τιμών των μετοχών και στην ενίσχυση των προσδοκιών των καταναλωτών και των επιχειρήσεων για τις μελλοντικές πωλήσεις τους.

Οικονομικές Εκπλήξεις: Ο δείκτης των οικονομικών εκπλήξεων Citi βρίσκεται σε θετικό έδαφος, καταδεικνύοντας ότι τα στοιχεία που δημοσιεύονται είναι καλύτερα έναντι των προσδοκιών. Μεγαλύτερες θετικές εκπλήξεις και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα ενδεχομένως να οδηγήσουν σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης έναντι εκείνου του δ' τριμήνου (1,9%).

ΗΠΑ: Επιμερισμός της πρόβλεψης για το ΑΕΠ στις Μεταβλητές



Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων Citi, ΗΠΑ



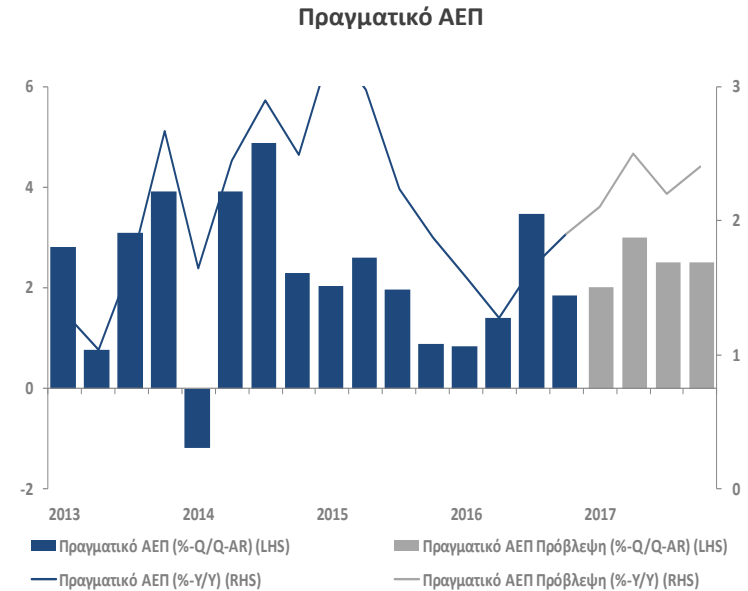


ΗΠΑ: Επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης στο 2,3% το 2017

Επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης σημειώθηκε το β' εξάμηνο του 2016, ύστερα από τρία διαδοχικά τρίμηνα ανακμικού ρυθμού ανάπτυξης, λόγω κυρίως της ανάκαμψης των επενδύσεων. Η φάση στην οποία βρίσκονται οι πρόδρομοι δείκτες σηματοδοτεί ότι η οικονομία θα κινείται με ρυθμό ανάπτυξης αρκετά υψηλότερο του μακροχρόνιου μέσου όρου (2,4%). Όμως, λόγω της υιοθέτησης επιθετικότερης πολιτικής από τη FED, της αύξησης του κόστους χρήματος και της ενίσχυσης της ισοτιμίας του USD εκτιμούμε ότι είναι πιθανό ο ρυθμός ανάπτυξης να συγκρατηθεί σε χαμηλότερο επίπεδο.

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός εκτιμούμε ότι το 2017 θα επιταχυνθεί στο 2,3% (έναντι του 1,6% του 2016), λόγω κυρίως της ανάκαμψης των επενδύσεων και της έναρξης της υιοθέτησης της δημοσιονομικής χαλάρωσης. Ο ρυθμός ανάπτυξης του 2017 είναι πιθανό να αναθεωρηθεί ανοδικά (όπως σηματοδοτούν τα υποδείγματα της προηγούμενης σελίδας) σε συνάρτηση με το μέγεθος, το είδος και κυρίως το χρονικό σημείο της έναρξης της δημοσιονομικής χαλάρωσης.

Ο πληθωρισμός (βάσει του PCE Price Index) εκτιμούμε ότι θα διαμορφωθεί ελαφρώς υψηλότερα του 2,0% (λόγω των αυξημένων διεθνών τιμών ενέργειας και τροφίμων), ενώ ο δομικός πληθωρισμός (core) θα συγκρατηθεί χαμηλότερα του 2,0%, λόγω του χαμηλού ποσοστού συμμετοχής του πληθυσμού στο εργατικό δυναμικό και του χαμηλού ρυθμού αύξησης της παραγωγικότητας.



	Q/Q-AR-%								Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία				Εκτιμήσεις				2015	2016	2017
	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4			
Πραγματικό ΑΕΠ	0.8	1.4	3.5	1.9	2.0	3.0	2.5	2.5	2.6	1.6	2.3
Κατανάλωση	1.6	4.3	3.0	3.0	2.0	2.5	2.5	2.5	3.1	2.7	2.7
Επενδύσεις	-3.3	-7.9	3.0	9.2	3.0	5.0	5.0	3.0	5.0	-1.5	3.0
Δημόσιες Δαπάνες	1.7	-1.7	0.8	0.4	1.0	1.0	1.0	3.0	1.8	0.9	1.3
Εξαγωγές	-0.7	1.8	10.0	-4.0	3.0	3.0	3.0	3.0	0.1	0.5	2.5
Εισαγωγές	-0.6	0.2	2.2	8.5	5.0	5.0	5.0	5.0	4.5	1.1	3.5
Headline PCE PI	0.9	1.0	1.1	1.5	2.1	2.1	2.1	1.9	0.3	1.1	2.1
Core PCE PI	1.6	1.6	1.7	1.7	1.8	1.9	1.9	1.8	1.3	1.7	1.8
Ποσοστό Ανεργίας	4.9	4.9	4.9	4.7	4.8	4.7	4.7	4.7	5.3	4.9	4.7
Fed - Παρεμβατικό Επιτόκιο*	0.50	0.50	0.50	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25	0.50	0.75	1.25

*upper bound rate



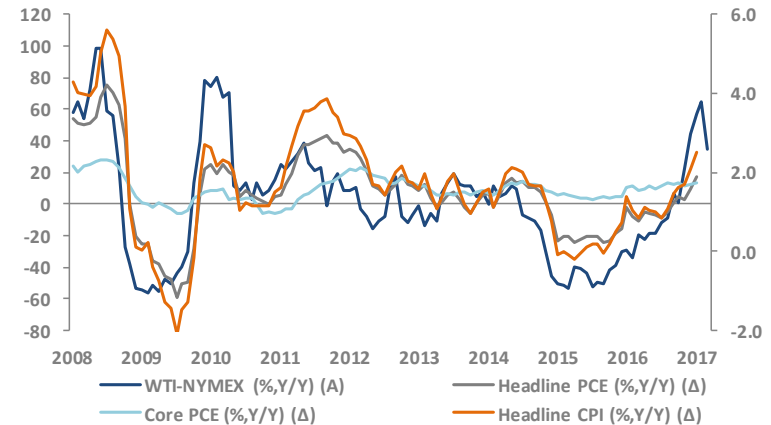
FED: Σχετικά Ήπια Ρητορική στην Πρόσφατη Συνεδρίαση

Όπως γενικά αναμενόταν, η Fed αποφάσισε την αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου της κατά 25 μ.β., το νέο εύρος του οποίου διαμορφώνεται πλέον μεταξύ 0,75% και 1,0%. Από τη συνέντευξη τύπου της προέδρου Yellen που ακολούθησε τη συνεδρίαση υπήρξε ένδειξη ότι παραμένει η σχετικά ήπια (donish) στάση στη διαδικασία της επιστροφής στην «κανονικότητα» της νομισματικής πολιτικής, καθώς ειπώθηκε πάλι ότι η FED μπορεί να ανεχθεί για κάποιο χρονικό διάστημα πληθωρισμό υψηλότερο του 2,0%. Τονίστηκε επίσης ότι η οικονομία είναι κοντά στην επίτευξη του διττού στόχου της FED (πληθωρισμός στο 2,0% και πλήρης απασχόληση στην αγορά εργασίας) ειδικότερα εάν η νέα κυβέρνηση υλοποιήσει την εξαγγελία της για δημοσιονομική χαλάρωση.

Οι νέες εκτιμήσεις της FED του Μαρτίου διαβλέπουν άλλες δύο επιπλέον αυξήσεις του βασικού επιτοκίου εντός του 2017 και άλλες τρεις εντός του 2018. Όμως, οι προσδοκίες των αγορών (από τα FED Fund Futures) προεξοφλούν άλλη μια αύξηση εντός του 2017 και άλλες δύο εντός του 2018. Σύμφωνα με το υπόδειγμα Taylor το βασικό επιτόκιο της FED θα έπρεπε να διαμορφώνεται κοντά στο 4,00% βάσει της καταγεγραμμένης επιτάχυνσης του πληθωρισμού, του χαμηλού ποσοστού ανεργίας και της χαμηλής μεταβλητότητας των τιμών των αμερικανικών μετοχών. Απορία προκαλεί το ότι στις νέες μακροοικονομικές εκτιμήσεις της FED ο ρυθμός ανάπτυξης του 2018 ισούται με εκείνον του 2017, προεξοφλώντας εμμέσως μηδενική ή μικρή θετική επίδραση της δημοσιονομικής χαλάρωσης που έχει εξαγγείλει ότι θα πραγματοποιήσει η νέα κυβέρνηση.

Η εκτίμησή μας για το 2017 κατανέμεται ισομερώς μεταξύ εκείνης της FED και των προσδοκιών των αγορών, διότι ο πληθωρισμός θα επιβραδυνθεί από τα τέλη του 2017, καθώς θα περιοριστεί αρκετά το ανοδικό αποτέλεσμα βάσης που απορρέει από τις αυξημένες τιμές της ενέργειας και άλλων εμπορευμάτων. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των μισθών και του διαθέσιμου εισοδήματος σε πραγματικούς όρους διαμορφώνεται σε πολύ χαμηλό επίπεδο επηρεάζοντας αρνητικά τη δυναμική ενίσχυση της ζήτησης. Εκτιμούμε ότι εντός του 2018 θα ξεκινήσει η σταδιακή μείωση των επανεπενδύσεων του κεφαλαίου των λήξεων των αξιολογίων που η FED κατέχει, διότι θα είναι αρκετά πιθανό η μείωση του μεγέθους των επανεπενδύσεων των λήξεων να επιβαρύνει σε μικρότερο βαθμό τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε σχέση με την περαιτέρω αύξηση του βασικού επιτοκίου της FED.

Διεθνείς Τιμές Ενέργειας & Πληθωρισμός



Προβλέψεις Fed για βασικά μακροοικονομικά μεγέθη				
Μέγεθος	2017	2018	2019	Μακρο-πρόθεσμα
% μεταβολή πραγματικού ΑΕΠ	2.1	2.1	1.9	1.8
Πρόβλεψη Δεκεμβρίου	2.1	2.0	1.9	1.8
% ανεργίας	4.5	4.5	4.5	4.7
Πρόβλεψη Δεκεμβρίου	4.5	4.5	4.5	4.8
Πληθωρισμός (βάσει του δείκτη PCE)	1.9	2.0	2.0	2.0
Πρόβλεψη Δεκεμβρίου	1.9	2.0	2.0	2.0
Δομικός πληθωρισμός (βάσει του δείκτη core PCE)	1.9	2.0	2.0	
Πρόβλεψη Δεκεμβρίου	1.8	2.0	2.0	
Παρεμβατικό επιτόκιο Fed (Fed Funds rate)	1.4	2.1	3.0	3.0
Πρόβλεψη Δεκεμβρίου	1.4	2.1	2.9	3.0

Πηγή: Fed. Σημείωση: Τα στοιχεία αναφέρονται στο δ' τρίμηνο του έτους & όχι στο μέσον όρο του έτους.

Οικονομική Ανάλυση Ευρωζώνης



Οικονομικός Κύκλος Ευρωζώνης: Δυνατοί Πρόδρομοι Δείκτες

Ο γενικός πρόδρομος δείκτης οικονομικού κλίματος ESI βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης από τον Ιούλιο του 2016. Στη συγκεκριμένη φάση βρίσκονται επίσης όλοι οι πρόδρομοι δείκτες εμπιστοσύνης.

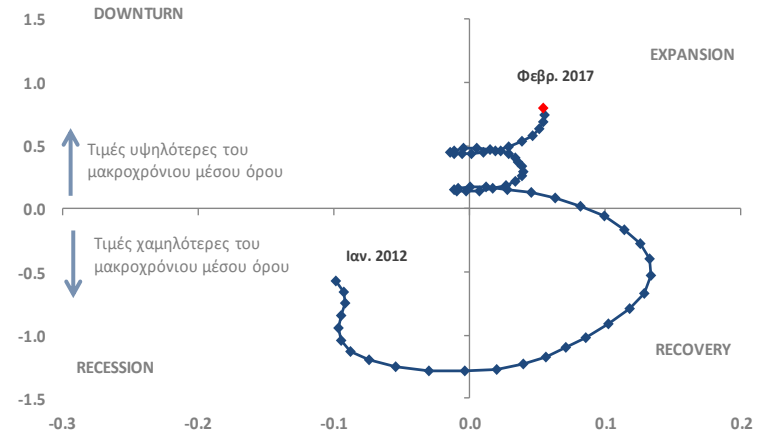
Η παραμονή των πρόδρομων δεικτών στη φάση της ανάπτυξης υποστηρίζεται από τη συνέχιση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ. Όμως, εκτιμούμε ότι δεν συνάδει με την πολιτική αβεβαιότητα που απορρέει από τις εκλογές στις μεγάλες χώρες της Ευρωζώνης και τις ενδεχομένως σκληρές διαπραγματεύσεις του «Brexit».

Στη φάση της ανάκαμψης βρίσκονται κάποιες σημαντικές μεταβλητές, όπως οι εξαγωγές και η τραπεζική χρηματοδότηση των επιχειρήσεων και των νοικοκυριών.

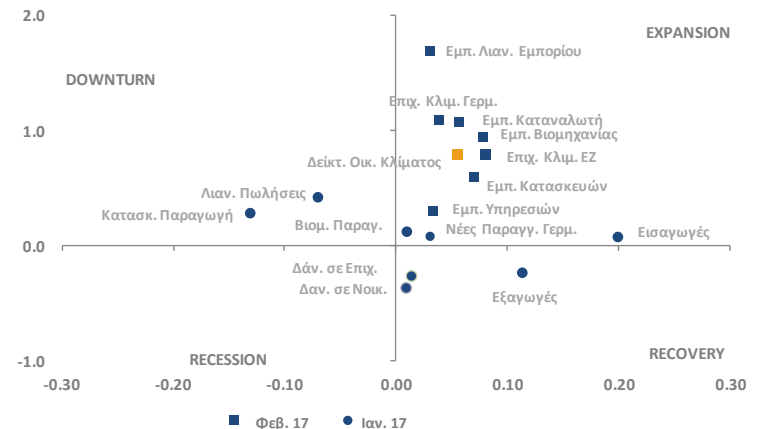
Οι λιανικές πωλήσεις και η κατασκευαστική παραγωγή βρίσκονται στη φάση της επιβράδυνσης, καθώς ο ετήσιος ρυθμός αύξησής τους διαμορφώνεται υψηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου και βαίνει μειούμενος.

Η συρρίκνωση των νέων παραγγελιών στο μεταποιητικό τομέα της Γερμανίας με τον μεγαλύτερο ρυθμό (-7,5%) από τις αρχές του 2009 ενδεχομένως σηματοδοτεί αρνητική έκπληξη για την εξέλιξη της βιομηχανικής παραγωγής.

Οικονομικός κύκλος του Δείκτη Οικ. Κλίματος



Οικονομικοί κύκλοι βασικών μακρο-μεταβλητών





Ευρωζώνη - Τρέχουσα Συγκυρία: Τα στοιχεία στη βιομηχανία δεν συνάδουν με τους πρόδρομους δείκτες



Όπως και στην περίπτωση της οικονομίας των ΗΠΑ, παρόμοια αναντιστοιχία μεταξύ των πρόδρομων οικονομικών δεικτών και των στοιχείων που αντιπροσωπεύουν την πραγματική οικονομική δραστηριότητα υπάρχει και στην περίπτωση της οικονομίας της Ευρωζώνης. Οι πρόδρομοι δείκτες του οικονομικού κλίματος για την Ευρωζώνη και του επιχειρηματικού κλίματος για τη Γερμανία που εξάγεται από το ινστιτούτο IFO διαμορφώνονται κατά τους πρώτους μήνες του 2017 σε πολύ υψηλό επίπεδο, το υψηλότερο από το 2011.

Αντίθετα, οι νέες παραγγελίες στη Γερμανία υποχώρησαν τον Ιανουάριο κατά 7,5%, που ήταν ο μεγαλύτερος ρυθμός από το 2009 με τις παραγγελίες για κεφαλαιουχικά αγαθά να υποχωρούν κατά 11%. Σε ετήσια βάση οι παραγγελίες μειώθηκαν κατά 1%. Παράλληλα, η βιομηχανική παραγωγή στην Ευρωζώνη είναι αυξημένη (σε ετήσια βάση) κατά μόλις 0,5%, ενώ η κατασκευαστική δραστηριότητα είναι μειωμένη κατά 6%. Επιπλέον, ο ρυθμός αύξησης των λιανικών πωλήσεων βρίσκεται σε τροχιά επιβράδυνσης και το ποσοστό ανεργίας παραμένει σε υψηλό επίπεδο (άνω του 9,5%).

Από τα διπλανά διαγράμματα καταδεικνύεται ότι τόσο οι νέες παραγγελίες στη Γερμανία, όσο και η βιομηχανική παραγωγή στην Ευρωζώνη υστερούν σε σχέση με την εξέλιξη που σηματοδοτούν οι πρόδρομοι δείκτες των πρώτους μήνες του 2017. Όπως και στην περίπτωση της οικονομίας των ΗΠΑ, απαιτείται αναμονή ολίγων μηνών για την ενδεχόμενη επιβεβαίωση των καλλίτερων στοιχείων.

Το έντονα ανοδικό αποτέλεσμα βάσης των αυξημένων διεθνών τιμών ενέργειας έχει οδηγήσει σε μεγάλη επιτάχυνση του πληθωρισμού, ο οποίος διαμορφώθηκε στο 2,0% και 1,8% το Φεβρουάριο και τον Ιανουάριο, αντίστοιχα. Όμως, ο δομικός πληθωρισμός παραμένει σε απογοητευτικά χαμηλό επίπεδο (στο 0,9%), αντανακλώντας το υψηλό ποσοστό ανεργίας.

Ευρωζώνη: Πρόδρομοι Δείκτες & Βιομηχανική Παραγωγή



Γερμανία: Πρόδρομοι Δείκτες & Νέες Παραγγελίες





Ευρωζώνη: Μικρή ανοδική αναθεώρηση του μεσοπρόθεσμου ρυθμού σύγκλισης

Τρ. Πειραιώς: Πρόδρομος Δείκτης EZ & Πραγματικό ΑΕΠ EZ

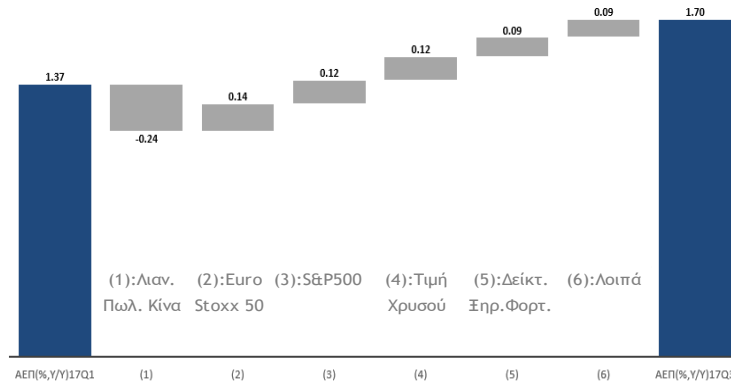


Ο δείκτης Οικονομικής Δραστηριότητας της Τράπεζας Πειραιώς κατασκευάζεται με την μέθοδο ανάλυσης κύριων συνιστωσών (Principal Component Analysis). Ως μεταβλητές έχουν χρησιμοποιηθεί πρόδρομοι δείκτες και στοιχεία των αγορών.

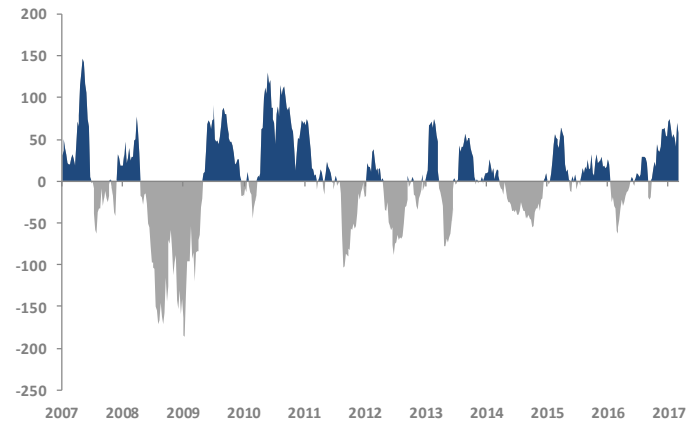
Μεσοπρόθεσμη Εκτίμηση: Χρησιμοποιούμε μεταβλητές που σχετίζονται με πρόδρομους οικονομικούς δείκτες και στοιχεία από τις αγορές (για Ευρωζώνη και ΗΠΑ) για να εκτιμήσουμε τον ετήσιο ρυθμό μεταβολής του πραγματικού ΑΕΠ σε ορίζοντα εξαμήνου. Διαπιστώνουμε ότι με βάση τα διαθέσιμα στοιχεία του α' τριμήνου θα μπορεί να συγκλίνει στο 1,7% σημειώνοντας ανοδική αναθεώρηση έναντι του 1,4% που ήταν η εκτίμησή μας με βάση τα στοιχεία του δ' τριμήνου. Η συγκεκριμένη άνοδος οφείλεται κυρίως στην αύξηση των τιμών των αμερικανικών και των ευρωπαϊκών μετοχών καθώς και στην άνοδο των ναύλων, της διεθνούς τιμής του χρυσού και άλλων εμπορευμάτων.

Οικονομικές Εκπλήξεις: Ο δείκτης των οικονομικών εκπλήξεων Citi βρίσκεται σε θετικό έδαφος, καταδεικνύοντας ότι τα στοιχεία που δημοσιεύονται είναι καλύτερα των προσδοκιών. Μεγαλύτερες θετικές εκπλήξεις και για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα ενδεχομένως να οδηγήσουν σε υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης έναντι εκείνου του δ' τριμήνου (0,4%).

EZ: Επιμερισμός της πρόβλεψης για το ΑΕΠ στις Μεταβλητές



Δείκτης Οικονομικών Εκπλήξεων Citi, EZ





Ευρωζώνη: Οριακή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης το 2017

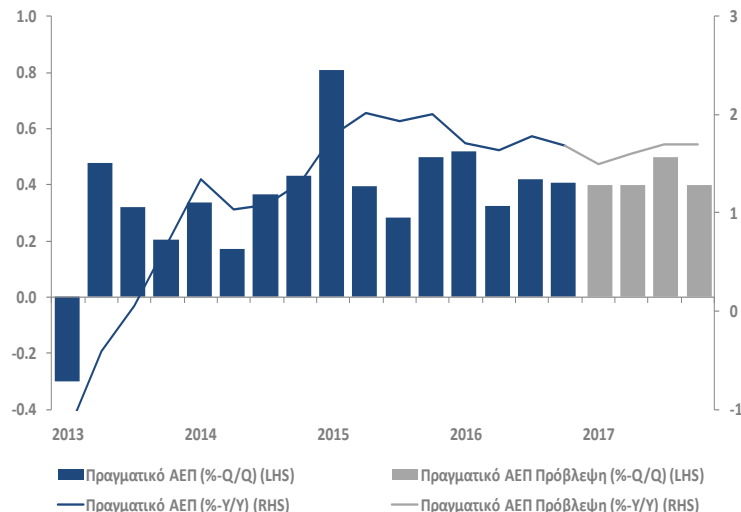
Σταθεροποιητική τάση καταγράφεται στο ρυθμό ανάπτυξης, καθώς το δ' τρίμηνο του 2016 το πραγματικό ΑΕΠ μεγεθύνθηκε με τον ίδιο ρυθμό με εκείνον του προηγούμενου τριμήνου. Η φάση στην οποία βρίσκονται οι πρόδρομοι δείκτες σηματοδοτεί ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας αρκετά υψηλότερο του μακροχρόνιου μέσου όρου (0,35% σε τριμηνιαία και 1,4% σε ετήσια βάση).

Ο μέσος ετήσιος ρυθμός εκτιμούμε ότι το 2017 θα διαμορφωθεί στο 1,6% (έναντι του 1,7% του 2016). Η συνέχιση του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ έως το τέλος του 2017 αποτελεί το βασικό θετικό παράγοντα για τη στήριξη του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας.

Όμως, το «Brexit», ο πολιτικός κίνδυνος σε διάφορες χώρες της Ευρωζώνης και ο ενδεχόμενος εμπορικός προστατευτισμός στις ΗΠΑ εκτιμούμε ότι θα συγκρατήσουν το ρυθμό ανάπτυξης χαμηλότερα. Στην περίπτωση κατά την οποία το αποτέλεσμα των γαλλικών εκλογών είναι ανάλογο με εκείνο των ολλανδικών εκλογών εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να αναθεωρήσουμε ανοδικά το ρυθμό ανάπτυξης, καθώς μειώνεται σημαντικά ο πολιτικός κίνδυνος στην Ευρωζώνη.

Ο πληθωρισμός εκτιμούμε ότι θα διαμορφώνεται ελαφρώς χαμηλότερα του 2,0% για το μεγαλύτερο μέρος του 2017, καθώς ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των διεθνών τιμών ενέργειας και τροφίμων θα ασκεί έντονη ανοδική επίδραση.

Πραγματικό ΑΕΠ



	Q/Q-%								Y/Y-%		
	Πραγματικά Στοιχεία				Εκτιμήσεις						
	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2015	2016	2017
Πραγματικό ΑΕΠ	0.5	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.5	0.4	1.9	1.7	1.6
Κατανάλωση	0.7	0.3	0.3	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.7	1.9	1.7
Επενδύσεις	0.3	1.1	-0.7	0.6	0.3	0.5	0.9	0.5	2.9	2.5	1.5
Δημόσιες Δαπάνες	0.7	0.3	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	1.3	1.7	1.5
Εξαγωγές	0.2	1.3	0.3	1.5	0.5	0.5	1.0	0.5	6.3	2.9	3.3
Εισαγωγές	-0.1	1.4	-0.1	2.0	0.5	0.5	1.0	0.5	6.9	3.3	3.3
Πληθωρισμός	0.0	-0.1	0.3	0.7	1.9	1.7	1.7	1.5	0.0	0.2	1.7
Ποσοστό Ανεργίας	10.3	10.1	9.9	9.7	9.5	9.4	9.2	9.1	10.9	10.0	9.3
ΕΚΤ - Παρεμβατικό Επιτόκιο *	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.05	0.00	0.00

*main refinancing rate



ΕΚΤ: Πιθανή ολοκλήρωση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης εντός του 2018

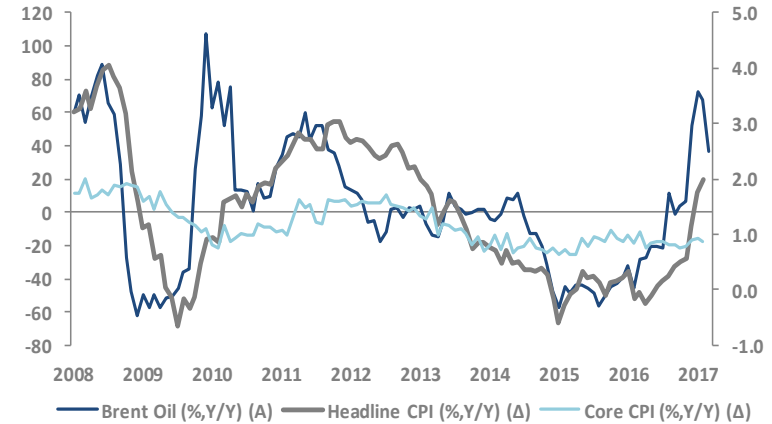
Στη συνεδρίαση του Μαρτίου το Δ.Σ. της ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα παρεμβατικά της επιτόκια. Επαναβεβαιώθηκε η εκτίμηση ότι θα παραμείνουν στο τρέχον ή και σε ακόμα χαμηλότερο επίπεδο για μεγάλη χρονική περίοδο που θα εκτείνεται αρκετά πέραν του χρονικού σημείου της ολοκλήρωσης του προγράμματος αγοράς περιουσιακών στοιχείων (APP). Αναφορικά με το πρόγραμμα APP, επαναβεβαιώθηκε η διενέργεια αγορών ύψους €80 δισ. μηνιαίως έως τα τέλη Μαρτίου του 2017 και τις αγορές ύψους €60 δισ. μηνιαίως από τον Απρίλιο του 2017 έως τα τέλη του Δεκεμβρίου του 2017.

Η ομιλία του κ. Draghi που ακολούθησε τη συνεδρίαση της ΕΚΤ εκτιμούμε ότι ήταν πιο επιθετική σε σχέση με τις προσδοκίες των αγορών, διότι δεν υπήρξε αναφορά στη χρήση όλων των διαθεσίμων εργαλείων για την επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού, οδηγώντας στην ενίσχυση της ισοτιμίας του ευρώ και στην αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων. Απέδωσε την πρόσφατη ενίσχυση του πληθωρισμού σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση των τιμών της ενέργειας και τόνισε ότι οι πιέσεις στο δομικό πληθωρισμό παραμένουν ήπιες. Παράλληλα, γνωστοποίησε την εκτίμηση της ΕΚΤ σχετικά με τη συνολική επίδραση του συνόλου των μέτρων χαλάρωσης στον πληθωρισμό (1,7%) και στο ρυθμό ανάπτυξης (1,7%) για την τριετία 2016 – 2019.

Το εύρος 1,5% - 1,8% που εκτιμάται ότι θα διαμορφωθούν ο γενικός και δομικός πληθωρισμός τη διετία 2018 – 2019 εκτιμούμε ότι συνάδει με την παραμονή του παρεμβατικού επιτοκίου σε πολύ χαμηλό επίπεδο για μακρύ χρονικό διάστημα, αλλά πιθανώς όχι με την ανάγκη συνέχισης του προγράμματος QE. Μόνο μία ενδεχόμενη μεγάλη υποχώρηση των διεθνών τιμών ενέργειας ή/και αύξηση της πολιτικής αβεβαιότητας θα μπορούσε ενδεχομένως να δικαιολογήσει τη διατήρηση του προγράμματος QE για μακρύτερο χρονικό διάστημα. Η τεκμαρτή πιθανότητα για αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου (στο επίπεδο του 0,25%) υπερβαίνει το 80% από τα μέσα του 2018 και ύστερα.

Συνεπώς, εκτιμούμε ότι το πρόγραμμα QE θα ολοκληρωθεί εντός του 2018 και στις αρχές του 2019 η ΕΚΤ θα προχωρήσει σε αύξηση του παρεμβατικού της επιτοκίου στο 0,25%, αφότου θα έχει προηγηθεί η αύξηση του deposit facility rate από το -0,40%.

Διεθνείς Τιμές Ενέργειας & Πληθωρισμός



Προβλέψεις Ευρωσυστήματος για βασικά μακροοικονομικά μεγέθη της Ευρωζώνης																
	Πραγματικό ΑΕΠ (ετήσια % μεταβολή)				Πληθωρισμός (ΕνΔΤΚ, %)				Δομικός πληθωρισμός* (%)				Ανεργία (%)			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
Μάρ. 17	1.7	1.8	1.7	1.6	0.2	1.7	1.6	1.7	0.9	1.1	1.5	1.8	10.0	9.4	8.9	8.4
Δεκ. 16	1.7	1.7	1.6	1.6	0.2	1.3	1.5	1.7	0.9	1.1	1.4	1.7	10.0	9.5	9.1	8.7

Πηγή: ECB: March 2017 & December 2016 "Eurosystem Staff Macroeconomic Projections for the Euro Area".

*ΕνΔΤΚ εκτός καυσίμων & τροφίμων.

Οικονομία Κίνας



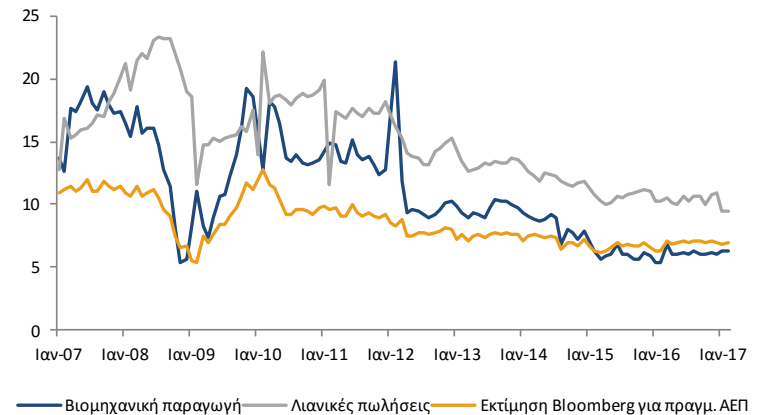
Κίνα: Στο 6,5% ο στόχος για το ρυθμό ανάπτυξης το 2017

Ελαφρά επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ αναμένουν φέτος οι αρχές της Κίνας έναντι του 6,7% το 2016. Συγκεκριμένα, σύμφωνα με πρόσφατη δήλωση του Πρωθυπουργού, ο στόχος για φέτος ορίστηκε «στο 6,5% περίπου» έναντι του «μεταξύ του 6,5%-7%» που είχε τεθεί για το 2016. Επομένως, ταυτίζεται με το ρυθμό ανόδου που προβλέπει το ΔΝΤ, όσο και με τις συγκλίνουσες εκτιμήσεις των αναλυτών του Bloomberg. Ωστόσο, καθοριστικής σημασίας για τις οικονομικές εξελίξεις θα έχει η εισαγωγή ή μη δασμών ή άλλων περιορισμών στα κινέζικα προϊόντα από πλευράς ΗΠΑ, καθώς κι η ενδεχόμενη ανάλογη απάντηση της Κίνας.

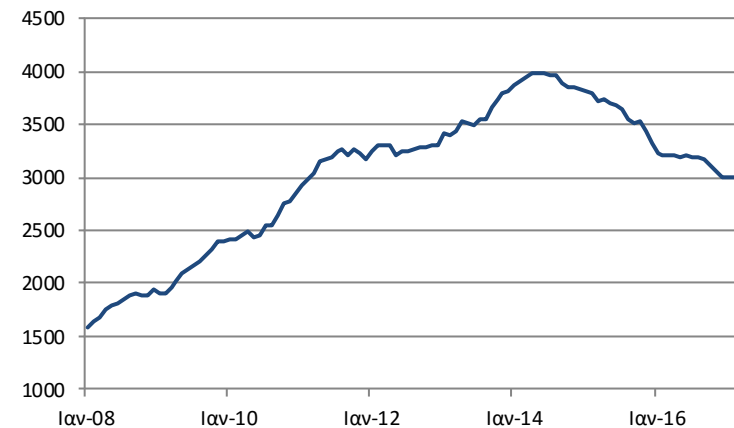
Μεικτή εικόνα παρουσίασε το α' δίμηνο του 2017 η εξέλιξη των λιανικών πωλήσεων και της βιομηχανικής παραγωγής. Ειδικότερα, οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν κατά 9,5% (Δεκ. 16: 10,9%, 2016: 10,4%) κι η βιομηχανική παραγωγή κατά 6,3% (Δεκ. 16 & 2016: 6,0%). Παράλληλα, μεγάλη άνοδο κατέγραψαν το Φεβρουάριο οι εισαγωγές, οι οποίες (εκφρασμένες σε δολάρια) αυξήθηκαν κατά 38,1% σε ετήσια βάση (Ιαν. 17: 16,7%), ενώ οι εξαγωγές συρρικνώθηκαν κατά 1,3% (Ιαν. 17: 7,9%).

Η επιστροφή στην «κανονικότητα» από τη FED εκτιμάται ότι θα εντείνει την πίεση στο γουάν για μεγαλύτερη διολίσθησή του. Όμως, η εξ' αυτού αύξηση των τιμών των εισαγόμενων πρώτων υλών αυξάνει το κόστος παραγωγής και τις τιμές των τελικών προϊόντων δυσχεραίνοντας την προσπάθεια ενίσχυσης της εσωτερικής ζήτησης, ενώ επιβαρύνει και τις εξαγωγές. Συνεπώς, προκειμένου η διολίσθηση του γουάν να είναι ήπια, εκτιμάται ότι θα υπάρξει νέα μείωση των συναλλαγματικών διαθεσίμων, μέρος των οποίων θα προέλθει από την πώληση αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Σημειώνεται ότι τα συναλλαγματικά διαθέσιμα το Φεβρουάριο κινήθηκαν σταθεροποιητικά αυξανόμενα στα \$3.005 δισ. (+\$6,9 δισ. σε σχέση με τον Ιανουάριο).

Βιομηχανική Παραγωγή, Λιανικές Πωλήσεις & Πραγμ. ΑΕΠ (ετήσια % μεταβολή)



Εξέλιξη Συναλλαγματικών Διαθεσίμων (σε δισ. \$)

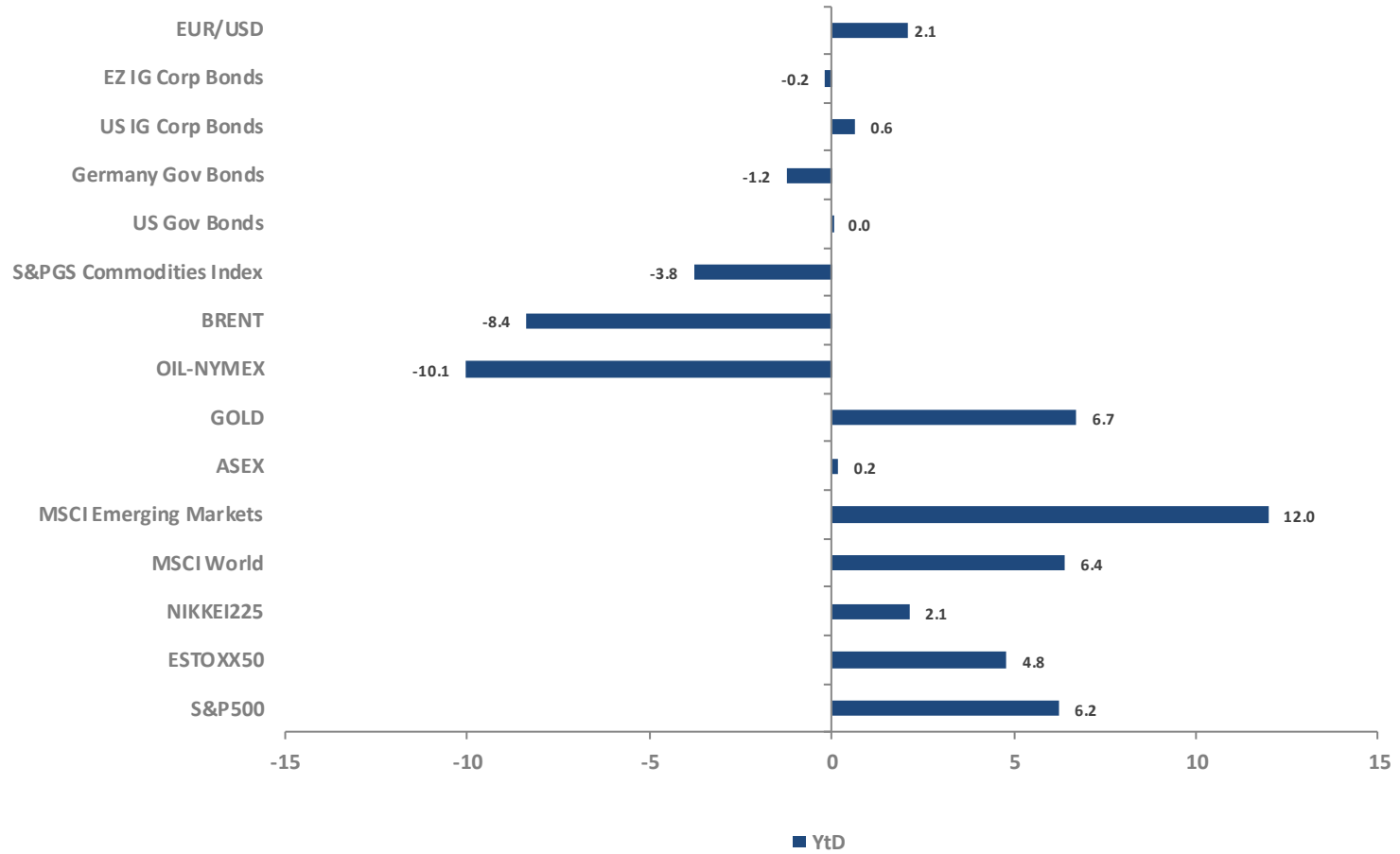


Αγορές & Οικονομικός Κύκλος



Αγορές: Ονομαστικές Αποδόσεις

Ονομαστικές Αποδόσεις (%)





ΗΠΑ: Επενδύσεις & Οικονομικός Κύκλος

- Η οικονομία των ΗΠΑ (βάσει του πρόδρομου δείκτη ISM του τομέα της μεταποίησης) παραμένει στη φάση της ανάπτυξης η οποία συνάδει με υπεραπόδοση των μετοχικών και υποαπόδοση των ομολογιακών αγορών. Ενδιαφέρον έχει ότι στις μετοχικές αγορές η απόδοση είναι σύμφωνη με την ιστορικά αναμενόμενη πορεία όταν η οικονομία βρίσκεται στην παρούσα φάση (σελ. 26).
- Σε σχέση με τον S&P500 παραμένουμε σε επίπεδα που θεωρούνται ακριβά τόσο λόγω της κυκλικής επιτάχυνσης της οικονομίας (σελ. 27) όσο και των δυνάμεων που έχουμε αναδείξει. Υπενθυμίζουμε ότι ο λόγος P/E ήταν σε συμφωνία με το υπόδειγμά μας μέχρι τον Μάρτιο του 2014 (στο 17). Από τότε παρά το ότι η σημαντική άνοδος του δολαρίου θα συνηγορούσε σε μια άνοδο του P/E κατά 2 μονάδες, οι ανοδικές τάσεις του εταιρικού δανεισμού, παράλληλα με τη μείωση της κλίσης της καμπύλης 10Y-2Y αλλά και την περαιτέρω πτώση της ταχύτητας κυκλοφορίας του χρήματος (αυξημένη διακράτηση μετρητών από εταιρίες και νοικοκυριά) συνολικά συνηγορούν σε πτώση του σε περιβάλλον όπου παρατηρήθηκε άνοδος (P/E στο 21 με δίκαιη τιμή του στο 15).
- Η κυκλική εικόνα των κερδών εμφανίζεται βελτιωμένη. Η εταιρική κερδοφορία (βάσει των εθνικών λογαριασμών του 3^{ου} τριμήνου του 2016) αναπτύσσεται με 2%. Το υπόδειγμα μας (σελ. 27) έχει αυξηθεί από το -8% στο 4% σε ορίζοντα ενός έτους δεδομένης της ενίσχυσης του ISM, των νέων παραγγελιών αλλά και της επιτάχυνσης του πληθωρισμού. Συνεπώς, η κυκλική εικόνα παραμένει υποστηρικτική για τις μετοχικές αγορές ενώ οι αποτιμήσεις είναι ανησυχητικές. Μια σημαντική αύξηση της κυκλοφορίας του χρήματος (με αύξηση του δανεισμού και των επενδύσεων των εταιρειών) θα ήταν ένας παράγοντας αναγκαίος προκειμένου να εξισορροπηθούν οι αποτιμήσεις.
- Οι ομολογιακές αγορές έχουν σημαντικά υποαποδόσει έναντι της ιστορικά αναμενόμενης πορείας (σελ. 28 και 30), λόγω τόσο των προσδοκιών που δημιουργήθηκαν ύστερα από τις αμερικανικές εκλογές, όσο και λόγω της ανόδου του πληθωρισμού και των προσδοκιών για υιοθέτηση αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής.
- Σε σχέση με τις αποτιμήσεις των ομολόγων, ο συνδυασμός των οικονομικών εξελίξεων (ως προς τον οικονομικό κύκλο), της μορφής της καμπύλης των αποδόσεων, των πραγματικών επιτοκίων και της μεταβλητότητας των μετοχών συνηγορεί σε μια εκτιμώμενη απόδοση για το δεκαετές αμερικανικό κρατικό ομόλογο της τάξης του 2,60% (σελ. 29) σε ορίζοντα εξαμήνου βάσει των στοιχείων του Φεβρουαρίου (χαμηλότερα έναντι του 2,70% που ήταν βάσει των στοιχείων του Ιανουαρίου). Μια σημαντική ενίσχυση του δομικού πληθωρισμού, η οποία όμως θα μπορούσε να στοιχειοθετηθεί ως διατηρήσιμη, θα μπορούσε ενδεχομένως να οδηγήσει την απόδοση για το δεκαετές αμερικανικό κρατικό ομόλογο κοντά στο 3%.

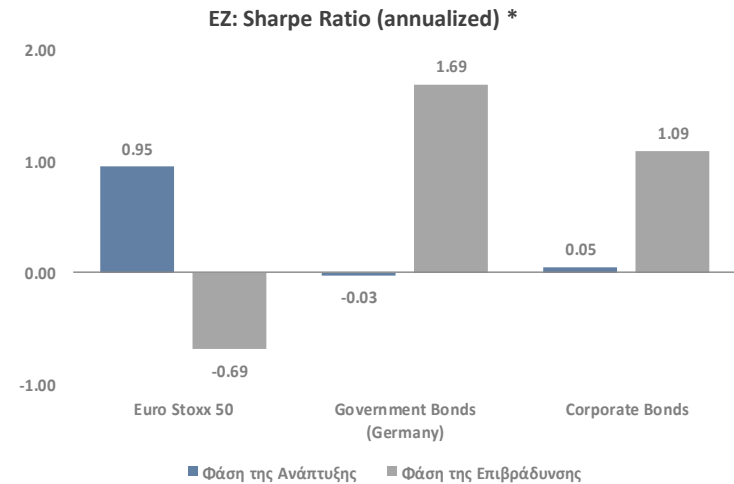
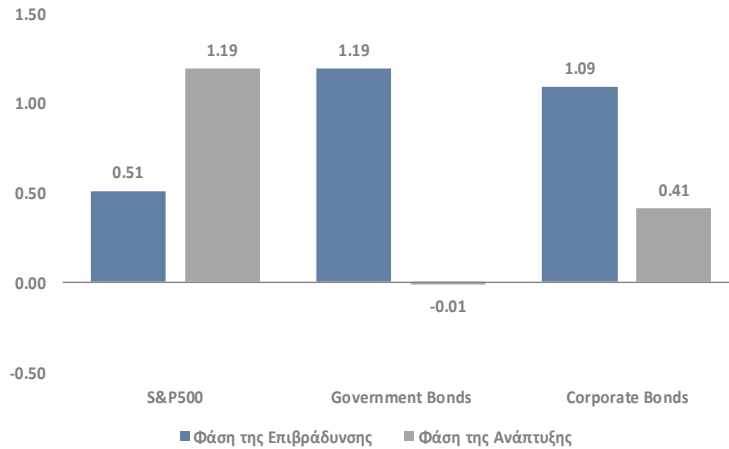
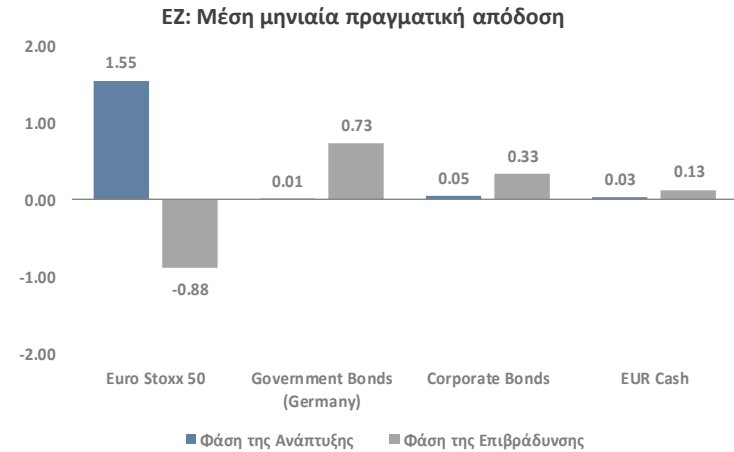
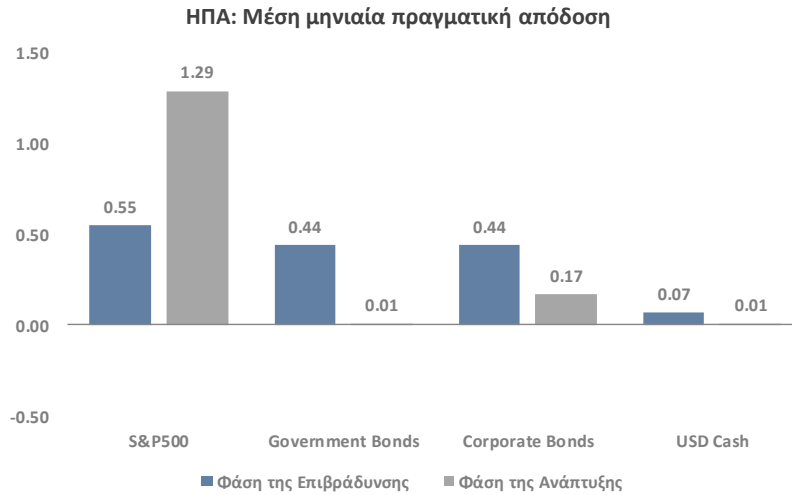


Ευρωζώνη: Επενδύσεις & Οικονομικός Κύκλος

- Η οικονομία της Ευρωζώνης (βάσει του γενικού πρόδρομου δείκτη του οικονομικού κλίματος) βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης (θετική τάση πάνω από τον ιστορικό μέσον όρο), η οποία είναι ιστορικά ευνοϊκή για τις μετοχές, ενώ για τα ομόλογα είναι αρνητική. Βέβαια, η συνέχιση του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ υποστηρίζει την παραμονή στη συγκεκριμένη φάση.
- Οι μετοχικές αγορές (βάσει του δείκτη Euro Stoxx) έχουν υπεραποδώσει (σελ. 26) σε σχέση με την ιστορικά αναμενόμενη απόδοση στη φάση της ανάπτυξης. Παράλληλα, ο δείκτης P/E διαμορφώνεται σε επίπεδο ελαφρώς χαμηλότερο σε σχέση με το μακροχρόνιο μέσο όρο του. Έως ότου οι επενδυτές αρχίσουν να προεξοφλούν κάποια μεγάλη περικοπή (ή την ολοκλήρωση) του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ εκτιμούμε ότι οι τιμές των ευρωπαϊκών μετοχών έχουν περιθώριο ανόδου.
- Τα γερμανικά κρατικά ομόλογα έχουν υποαποδώσει (σελ. 28), λόγω της σημαντικής αύξησης των μακροπρόθεσμων yields που ακολούθησε τις αμερικανικές προεδρικές εκλογές. Η διαφορά στις αποδόσεις αμερικανικών – γερμανικών κρατικών ομολόγων έχει μειωθεί (σε σχέση με τα τέλη του 2016), αλλά παραμένει σχετικά μεγάλη (κοντά στις 200 μ.β. στη δεκαετή διάρκεια). Όμως, η αντίστοιχη διαφορά στον πληθωρισμό ΗΠΑ – Γερμανίας ή Ευρωζώνης είναι πολύ μικρότερη (στις 50 ή 70 μ.β. αντιστοίχως).
- Σε σχέση με τις αποτιμήσεις των ομολόγων, ο συνδυασμός των οικονομικών εξελίξεων (ως προς τον οικονομικό κύκλο), της μορφής της καμπύλης των αποδόσεων, των πραγματικών επιτοκίων και της μεταβλητότητας των μετοχών συνηγορεί σε μια εκτιμώμενη απόδοση για το δεκαετές γερμανικό κρατικό ομόλογο της τάξης του 0,40% (σελ. 29) σε ορίζοντα εξαμήνου βάσει των στοιχείων του Φεβρουαρίου (χαμηλότερα έναντι του 0,55% που ήταν βάσει των στοιχείων του Ιανουαρίου).
- Δύο αντίρροπες δυνάμεις είναι πιθανό να ασκηθούν στα yields των γερμανικών κρατικών ομολόγων. Μια ανοδική που θα συνδέεται με την ενδεχόμενη μεγάλη περικοπή ή ολοκλήρωση του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ και μια καθοδική που θα απορρέει από την αύξηση του πολιτικού κινδύνου στην Ευρωζώνη. Βέβαια, στην περίπτωση κατά την οποία το αποτέλεσμα των γαλλικών εκλογών είναι ανάλογο με εκείνο των ολλανδικών εκλογών εκτιμούμε ότι μειώνεται σημαντικά ο κίνδυνος στην Ευρωζώνη.
- Τα ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα έχουν υπεραποδώσει (σελ. 30), καθώς έχουν επωφεληθεί από τη μεταγενέστερη (σε σχέση με τα κρατικά ομόλογα) ένταξή τους στο πρόγραμμα αγορών της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ.



Οικονομικός Κύκλος & Αποδόσεις Επενδυτικών Κατηγοριών



* Σε σχέση με την απόδοση του USD Cash

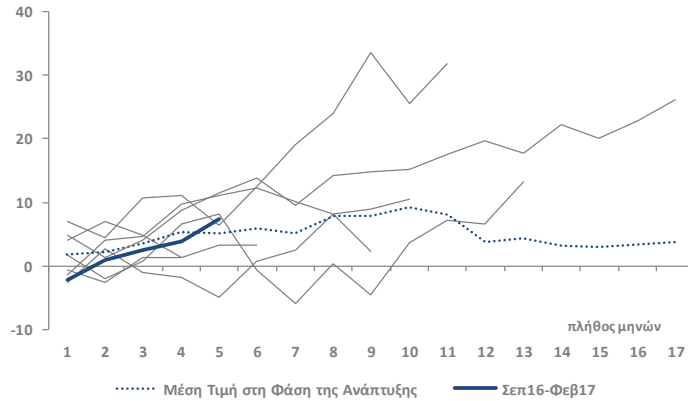
* Σε σχέση με την απόδοση του EUR Cash



Μετοχές

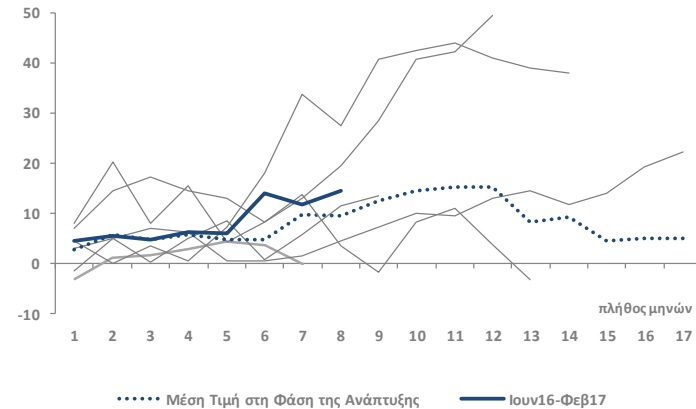


S&P500: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάπτυξης *



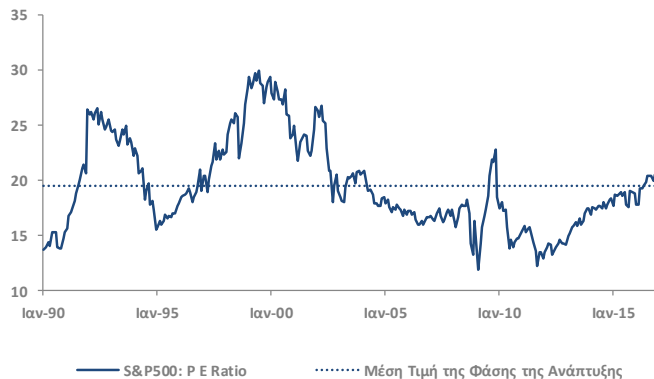
*Για τον υπολογισμό της πραγματικής απόδοσης του τελευταίου μήνα, χρησιμοποιούμε το μέσο μηνιαίο ρυθμό μεταβολής του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή της τελευταίας πενταετίας, που ισούται με 0,14%.

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

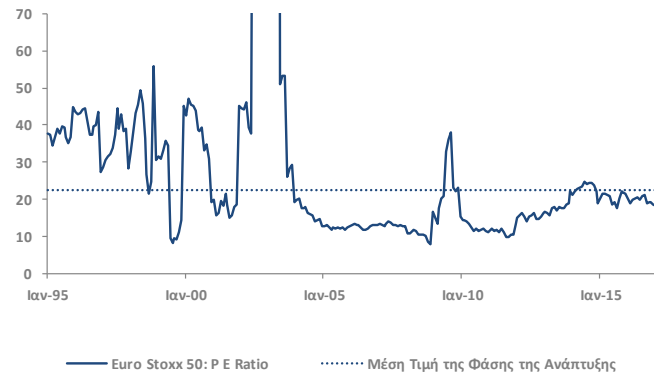


*Για τον υπολογισμό της πραγματικής απόδοσης του τελευταίου μήνα, χρησιμοποιούμε την αρχική εκτίμηση της Eurostat για τον πληθωρισμό.

S&P500: P/E Ratio

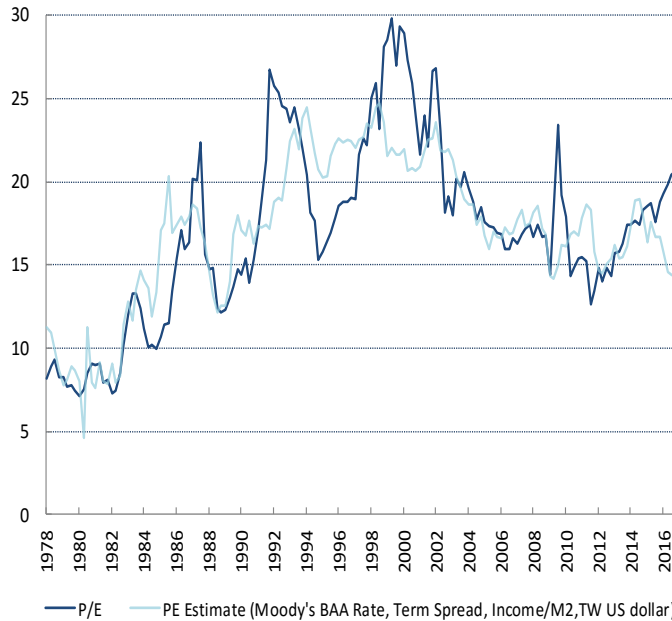


Euro Stoxx 50: P/E Ratio

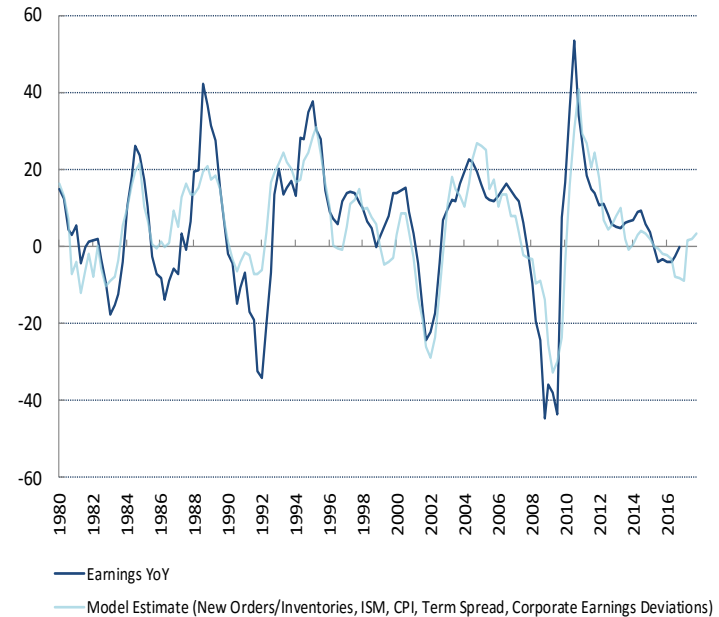




Δείκτης Τιμής - Κερδών



Ετήσιος Ρυθμός Μεταβολής των Κερδών



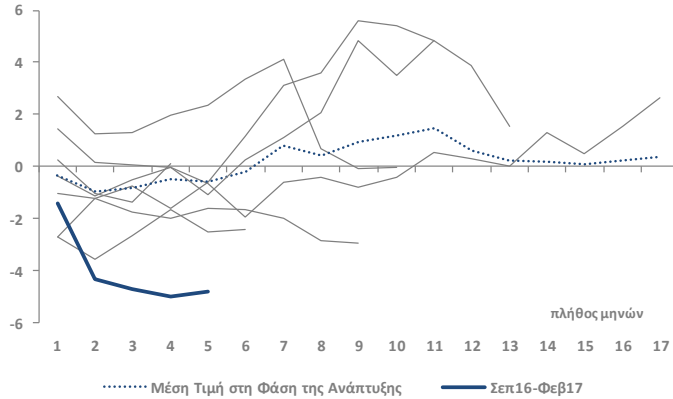
- Ο δείκτης P/E διαμορφώνεται αρκετά υψηλότερα σε σχέση με τη «δίκαιη τιμή» του με βάση το περιθώριο της απόδοσης των εταιρικών ομολόγων, την κλίση της καμπύλης των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, την εμπορικά σταθμισμένη ισοτιμία του USD και το λόγο του εισοδήματος προς την προσφορά χρήματος (που αποτελεί την ταχύτητα – velocity κυκλοφορίας του χρήματος).
- Ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των κερδών διαμορφώνεται σε καλλίτερο επίπεδο έναντι της «δίκαιης τιμής» του με βάση τον πρόδρομο δείκτη ISM της μεταποίησης, τον πληθωρισμό, την κλίση της καμπύλης των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, το λόγο των νέων παραγγελιών προς τα αποθέματα και την απόκλιση της εταιρικής κερδοφορίας μεταξύ του S&P500 και των εθνικών λογαριασμών.
- Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής των κερδών αναμένεται να βελτιωθεί, λόγω της ανόδου του πρόδρομου δείκτη ISM της μεταποίησης, της επιτάχυνσης του πληθωρισμού και της αύξησης του λόγου των νέων παραγγελιών προς τα αποθέματα.



Κρατικά Ομόλογα

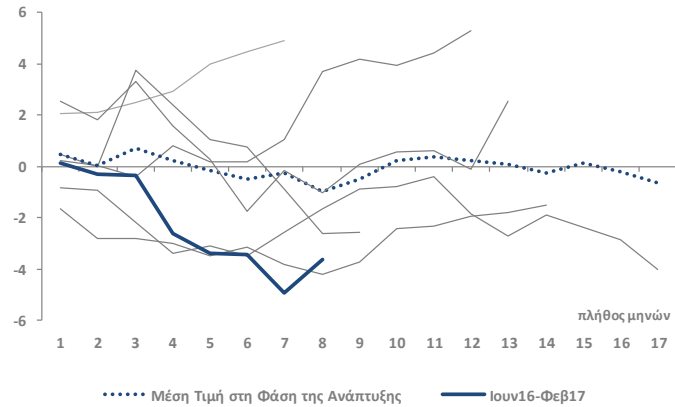


US Treasuries: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάπτυξης *



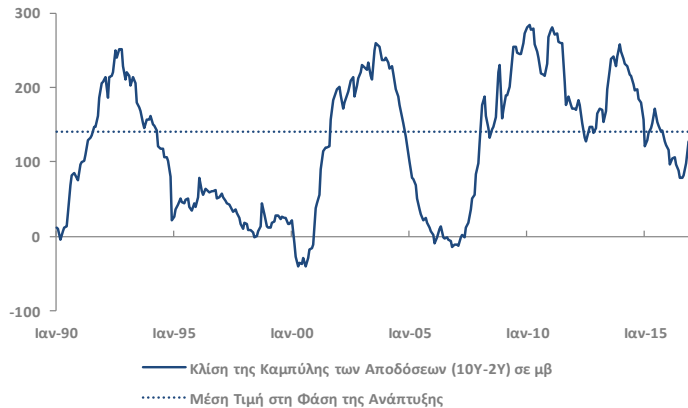
*Σύμφωνα με τον Bank Of America Merrill Lynch Treasury Master (USD) - Total Return Index

Γερμανικά Ομόλογα: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάπτυξης*



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

ΗΠΑ: Κλίση της Καμπύλης των Αποδόσεων



ΕΖ - Γερμανία: Κλίση της Καμπύλης των Αποδόσεων





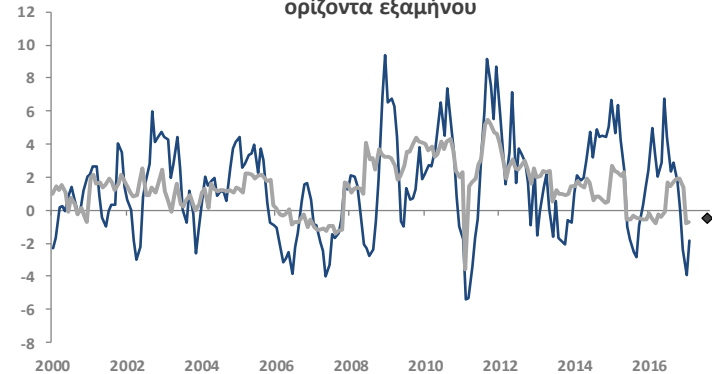
Πρόβλεψη σε ορίζοντα εξαμήνου για τα κρατικά ομόλογα

ΗΠΑ: Υπερβάλλουσα Απόδοση* Χαρτοφυλακίου Ομολόγων σε ορίζοντα εξαμήνου



- Πραγματικά Στοιχεία
- Πρόβλεψη της υπερβάλλουσας απόδοσης σε ορίζοντα εξαμήνου βάσει του υποδείγματός μας
- ◆ Πρόβλεψη για τον Ιούνιο του 2017

Γερμανία: Υπερβάλλουσα Απόδοση* Χαρτοφυλακίου Ομολόγων σε ορίζοντα εξαμήνου



- Πραγματικά Στοιχεία
- Πρόβλεψη της υπερβάλλουσας απόδοσης σε ορίζοντα εξαμήνου βάσει του υποδείγματός μας
- ◆ Πρόβλεψη για τον Ιούνιο του 2017

ΗΠΑ: Πρόβλεψη για την Απόδοση 10-ετούς Ομολόγου σε ορίζοντα εξαμήνου



- Απόδοση Δεκαετούς Ομολόγου
- Εκτίμηση με βάση την προβλεπόμενη υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα εξαμήνου
- ◆ Πρόβλεψη για τον Ιούνιο του 2017

Γερμανία: Πρόβλεψη για την Απόδοση 10-ετούς Ομολόγου σε ορίζοντα εξαμήνου



- Απόδοση Δεκαετούς Ομολόγου
- Εκτίμηση με βάση την προβλεπόμενη υπερβάλλουσα απόδοση σε ορίζοντα εξαμήνου
- ◆ Πρόβλεψη για τον Αύγουστο του 2017

*Σύμφωνα με τους Bank Of America Merrill Lynch Treasury Master (USD) - Total Return Index και JPM United States Cash 1 Month - Total Return Index

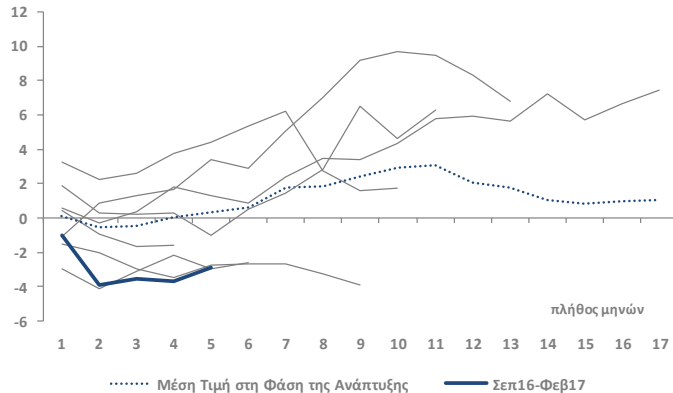
*Σύμφωνα με τους Bank Of America Merrill Lynch German Federal Government All Maturities (Euro) - Total Return Index και JPM Euro Cash 1 Month - Total Return Index



Εταιρικά Ομόλογα

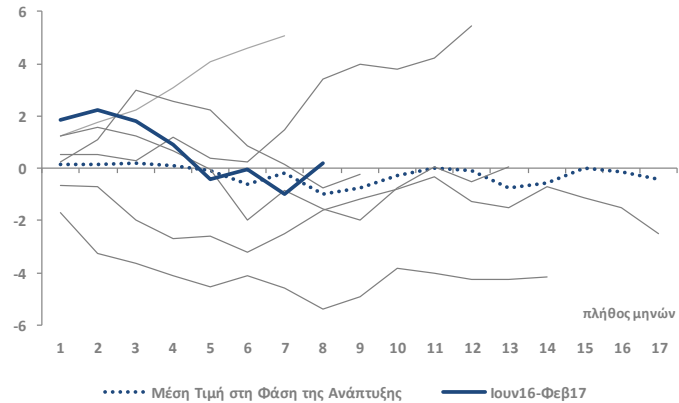


Εταιρικά Ομόλογα - ΗΠΑ: Σωρευτικές Πραγματικές Αποδόσεις στη Φάση της Ανάπτυξης *



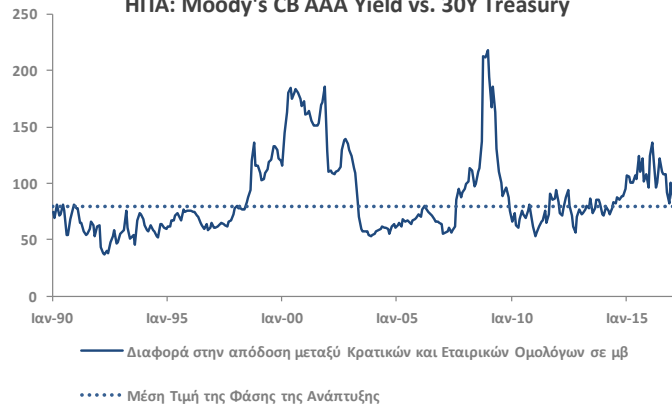
*Σύμφωνα με τον Bank Of America Merrill Lynch United States Corporate Master (USD) - Total Return Index

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



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

ΗΠΑ: Moody's CB AAA Yield vs. 30Y Treasury



— Διαφορά στην απόδοση μεταξύ Κρατικών και Εταιρικών Ομολόγων σε μβ

..... Μέση Τιμή της Φάσης της Ανάπτυξης

ΕΖ: TR CB AAA Yield vs. 10Y DEGB Yield



— Διαφορά στην Απόδοση μεταξύ Κρατικού Ομολόγου και Εταιρικού Ομολόγου σε μβ

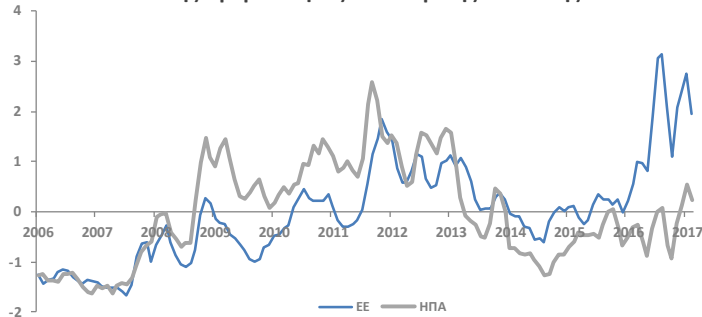
..... Μέση Τιμή της Διαφοράς για τη Φάση της Ανάπτυξης



Δείκτες Μεταβλητότητας



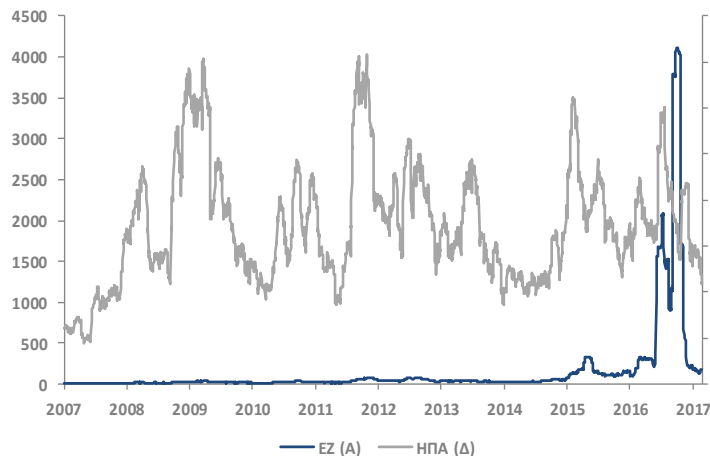
Δείκτης Αβεβαιότητας Οικονομικής Πολιτικής



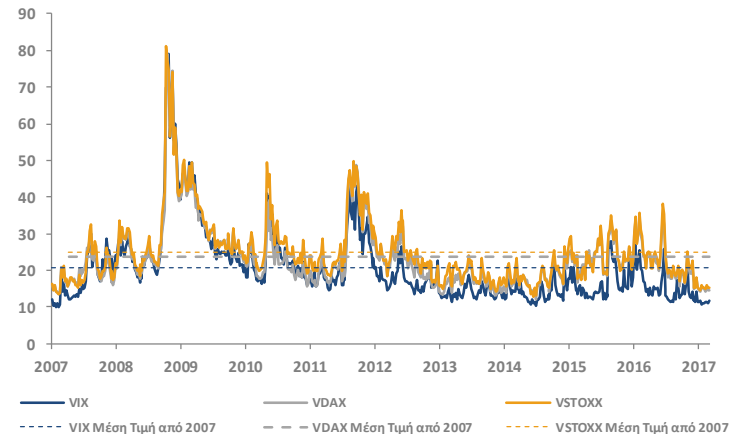
Σημείωση: Δείκτης που μετρά την αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής ποσοτικοποιώντας για την Αμερική α) την αβεβαιότητα που αποτυπώνεται στον Τύπο, β) τις προβλεπόμενες φορολογικές αλλαγές την τρέχουσα χρονιά αλλά και σε εύρος 10ετίας, και γ) την απόκλιση μεταξύ των προβλέψεων των οικονομικών αναλυτών. Για την Ευρώπη χρησιμοποιείται μόνο το α. Έχει χρησιμοποιηθεί κινητός μέσος όρος 3 μηνών και έχει γίνει κανονικοποίηση του δείκτη.
 Πηγή: Economic Policy Uncertainty, US Monthly Index, Europe Monthly Index

- Η αβεβαιότητα της οικονομικής πολιτικής στην Ε.Ε. εξακολουθεί να διαμορφώνεται σε υψηλό επίπεδο, λόγω των επερχόμενων εκλογών σε Γερμανία, Γαλλία Ολλανδία και ενδεχομένως στην Ιταλία. Στις ΗΠΑ έχει καταγραφεί μικρή αύξηση της αβεβαιότητας στη μετεκλογική περίοδο.
- Η μεταβλητότητα των αποδόσεων των γερμανικών κρατικών ομολόγων έχει υποχωρήσει αρκετά, αλλά εξακολουθεί να βρίσκεται σε σχετικά υψηλό επίπεδο. Παράλληλα, η μεταβλητότητα των αποδόσεων των αμερικανικών κρατικών ομολόγων έχει μειωθεί, καθώς έχει καταγραφεί τάση σταθεροποίησης στην περιοχή του 2,50%.
- Οι δείκτες τεκμαρτής μεταβλητότητας των χρηματιστηρίων διαμορφώνονται αρκετά χαμηλότερα του μέσο-μακροχρόνιου μέσου όρου τους.

Μεταβλητότητα Κρατικών Ομολόγων



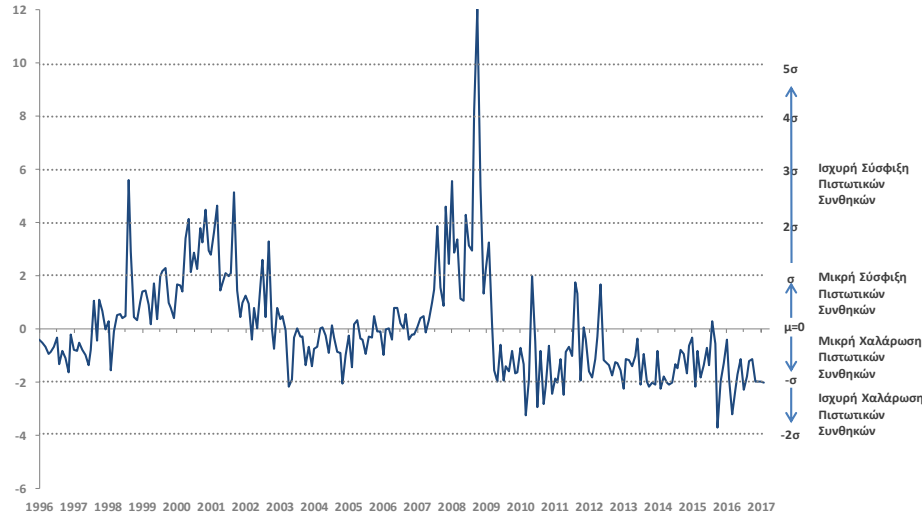
Μεταβλητότητα Χρηματιστηρίων





Δείκτες Πιστωτικών Συνθηκών

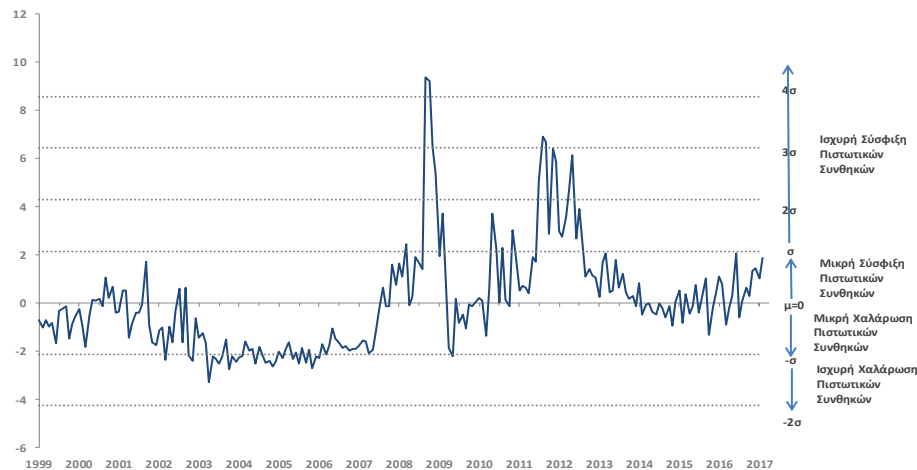
ΗΠΑ: Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών



➤ Ο δείκτης που έχουμε κατασκευάσει να αντανακλά τις πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στις ΗΠΑ εξακολουθεί να καταδεικνύει χαλαρές συνθήκες, δίνοντας την ευκαιρία στη FED να προχωρήσει στην πρόσφατη αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου.

➤ Ο δείκτης που έχουμε κατασκευάσει να αντανακλά τις πιστωτικές συνθήκες που επικρατούν στην Ευρωζώνη καταδεικνύει σύσφιξη των συνθηκών, παρά τη συνέχιση του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης από την ΕΚΤ. Η άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων σε κάποιες χώρες της περιφέρειας (Ιταλία και Πορτογαλία) ευθύνεται κυρίως για τη σύσφιξη αυτή.

ΕΖ: Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών

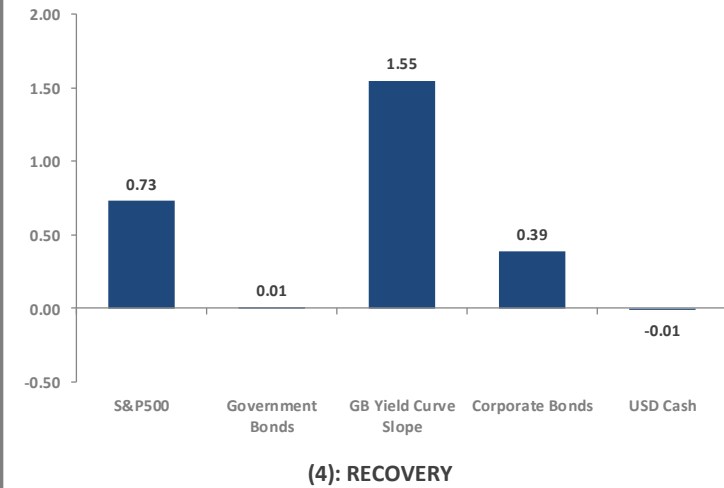
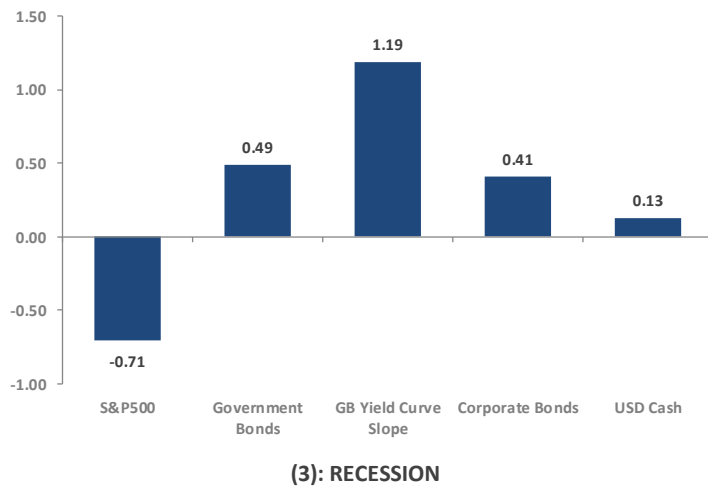
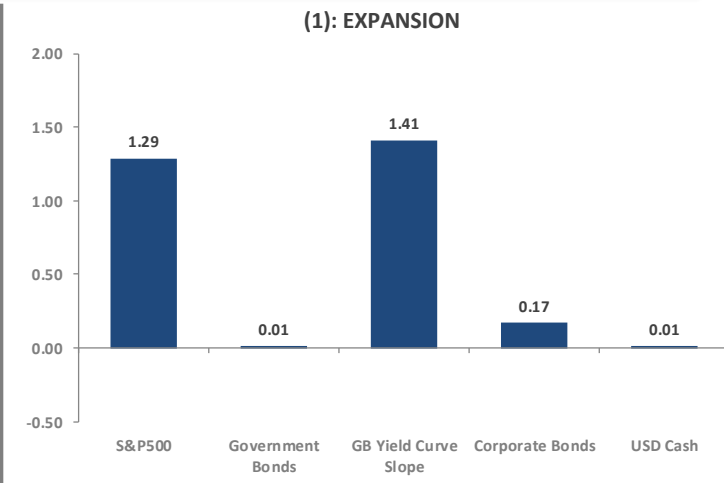
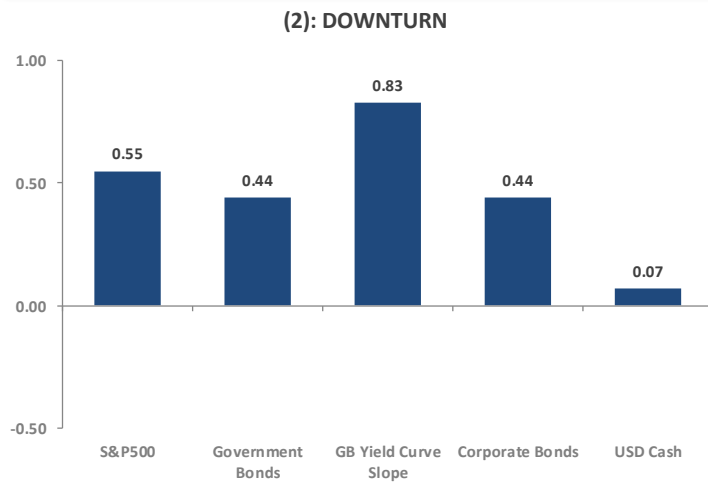




Παράρτημα

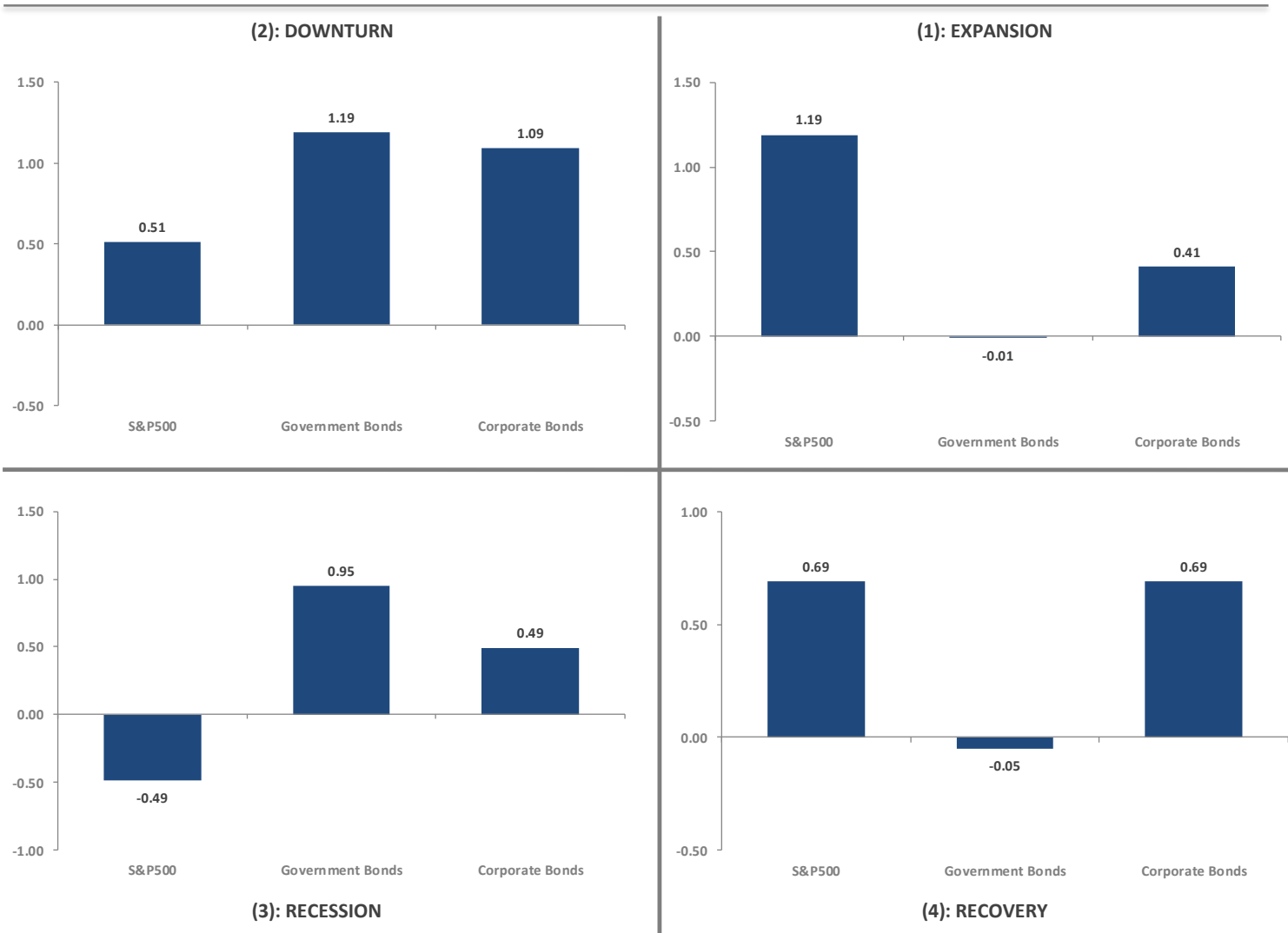


ΗΠΑ: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος



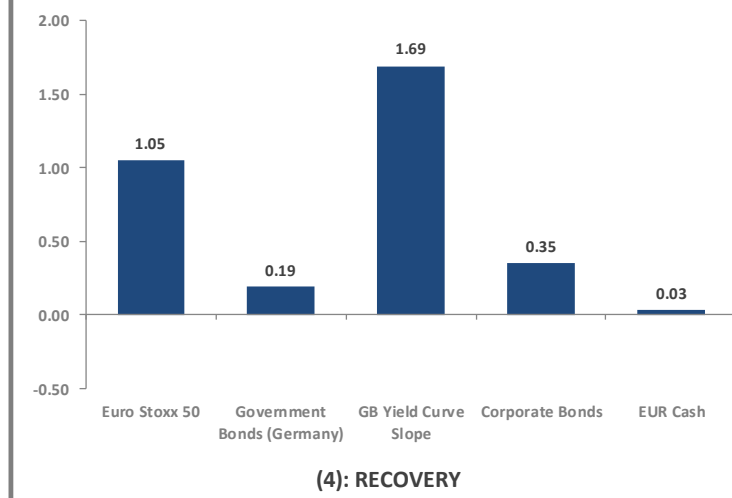
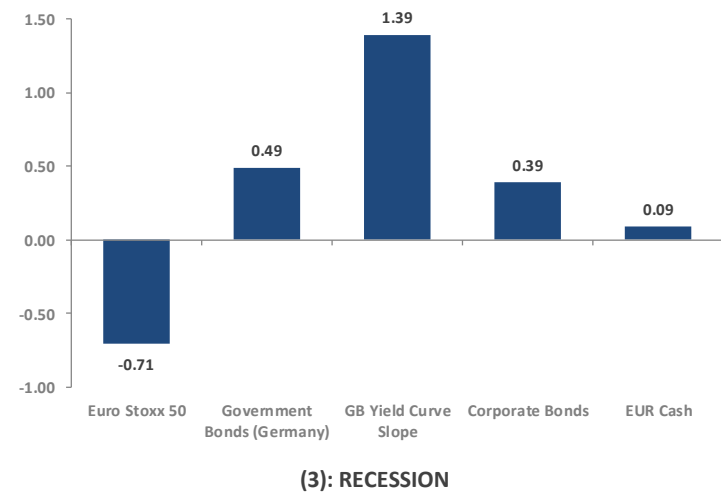
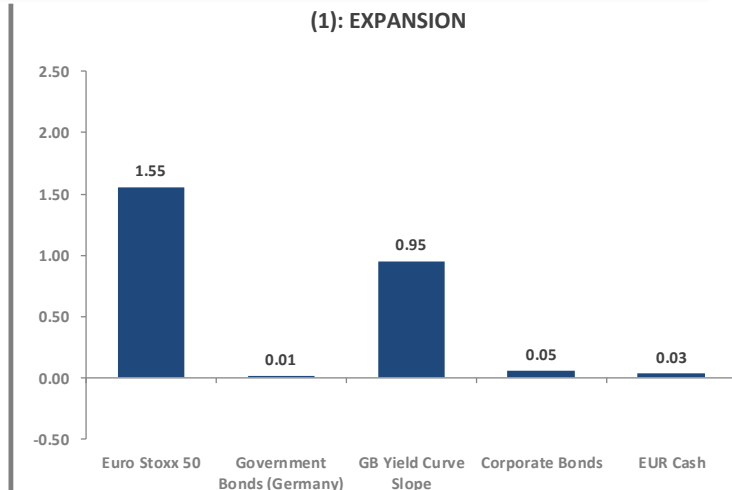
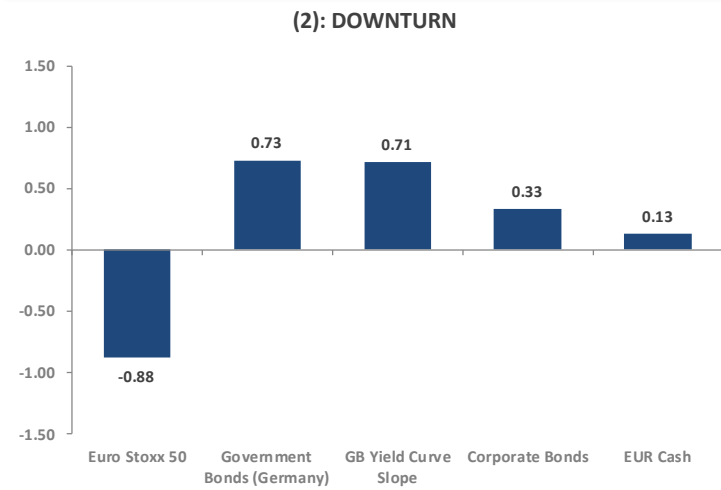


ΗΠΑ: Sharpe Ratio & Οικονομικός Κύκλος



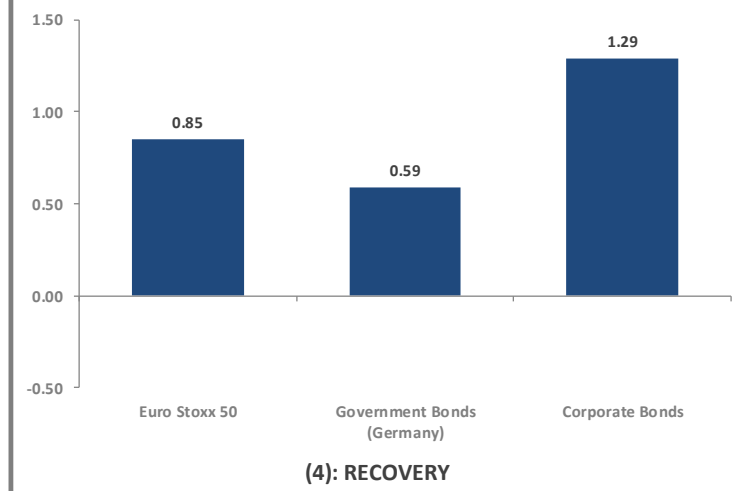
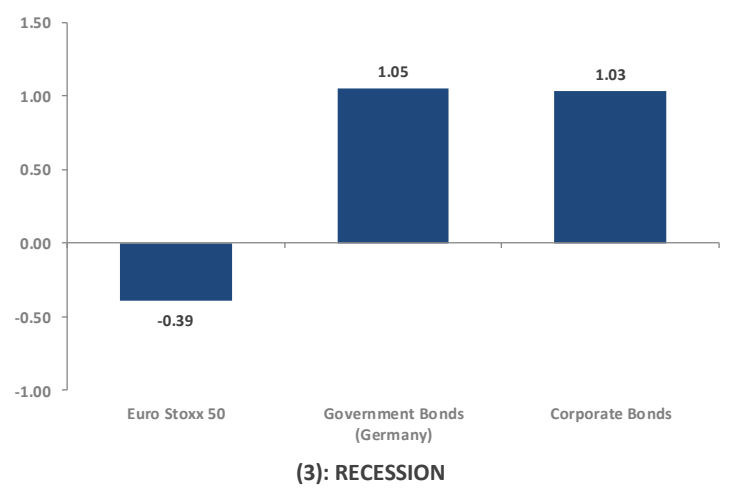
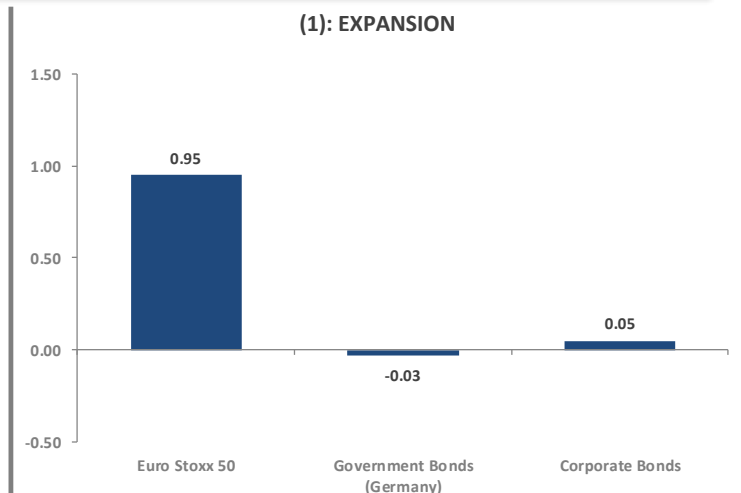
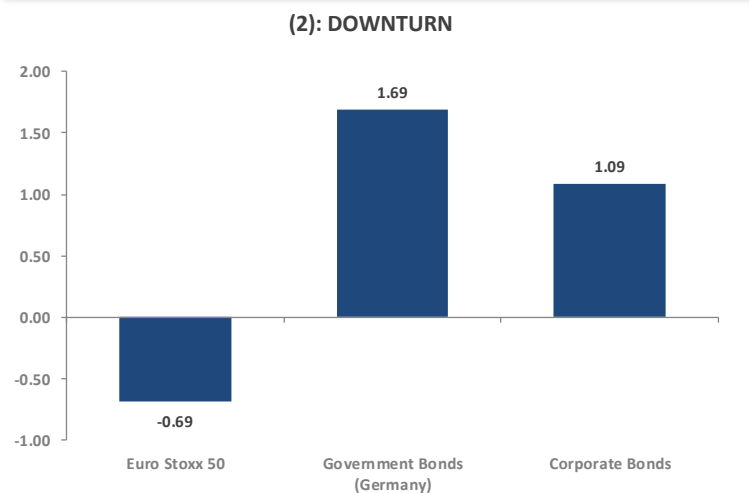


Ευρωζώνη: Μέση μηνιαία πραγματική απόδοση & Οικονομικός Κύκλος





Ευρωζώνη: Sharpe Ratio & Οικονομικός Κύκλος





Λεκκός Ηλίας	Chief Economist	2103288120	Lekkosi@piraeusbank.gr
Πατίκης Βασίλειος	Head	2103739178	Patikisv@piraeusbank.gr
Παπιώτη Λιάνα	Secretary	2103288187	PapiotiE@piraeusbank.gr

Ελληνική Οικονομία

Στάγγελ Ειρήνη	Manager	2163004495	Staggelir@piraeusbank.gr
Αγγελοπούλου Αναστασία	Economist	2163004488	Aggelopouloua@piraeusbank.gr

Ανεπτυγμένες Οικονομίες

Αρακελιάν Βένη	Senior Economist	2163004492	Arakelianv@piraeusbank.gr
Πολυχρονόπουλος Διονύσης	Senior Economist	2163004493	Polychronopoulosd@piraeusbank.gr
Παπακώστας Χρυσοβαλάντης	Economic Analyst	2163004491	Papakostasc@piraeusbank.gr

Αναπτυσσόμενες Οικονομίες

Ρότσικα Δημητρία	Economist	2163004494	Rotsikad@piraeusbank.gr
Γιαννακίδης Χαρίλαος	Junior Economic Analyst	2163004485	Giannakidisch@piraeusbank.gr

Κλαδικές Μελέτες

Βλάχου Παρασκευή	Economic Analyst	2163004483	Vlachoupar@piraeusbank.gr
------------------	------------------	------------	---------------------------

Θεσμικές και Εποπτικές Εξελίξεις

Λεβεντάκης Αρτέμης	Senior Economist	2163004487	LeventakisAr@piraeusbank.gr
Μαργαρίτη Κωνσταντίνα	Junior Economic Analyst	2163004489	Margaritik@piraeusbank.gr



Disclaimer

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