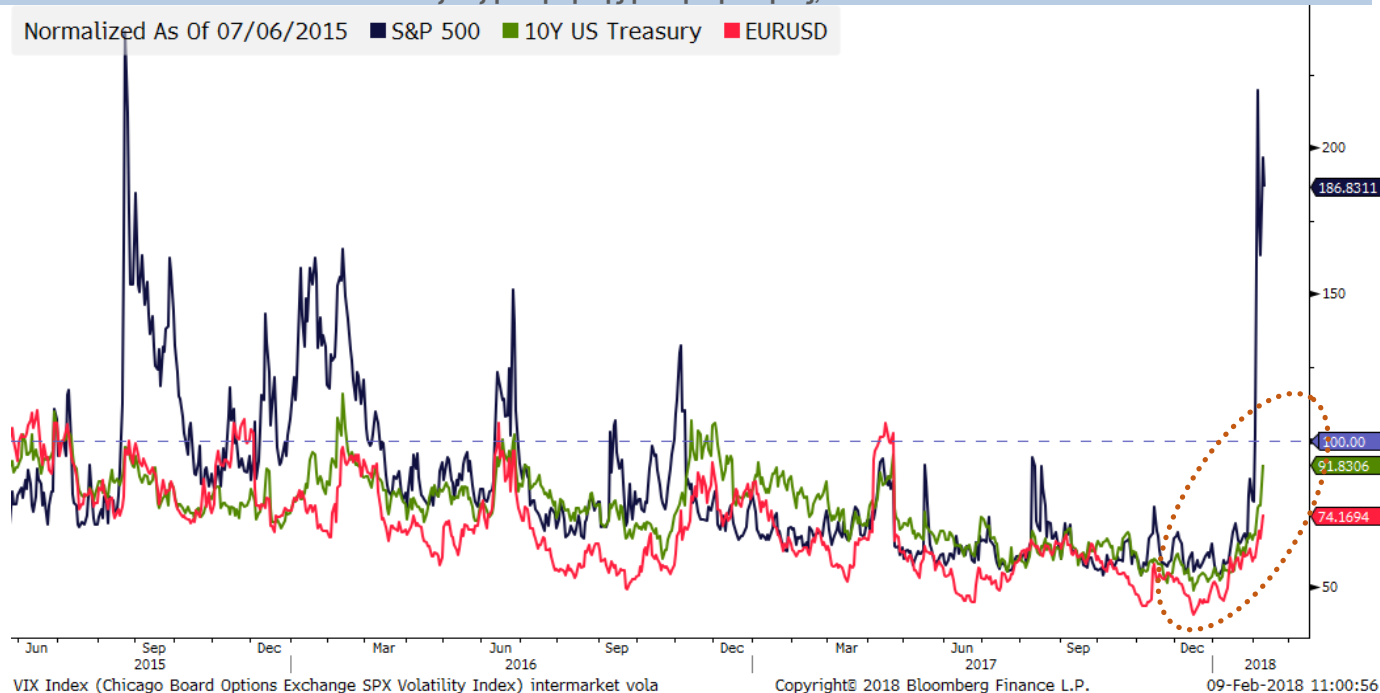
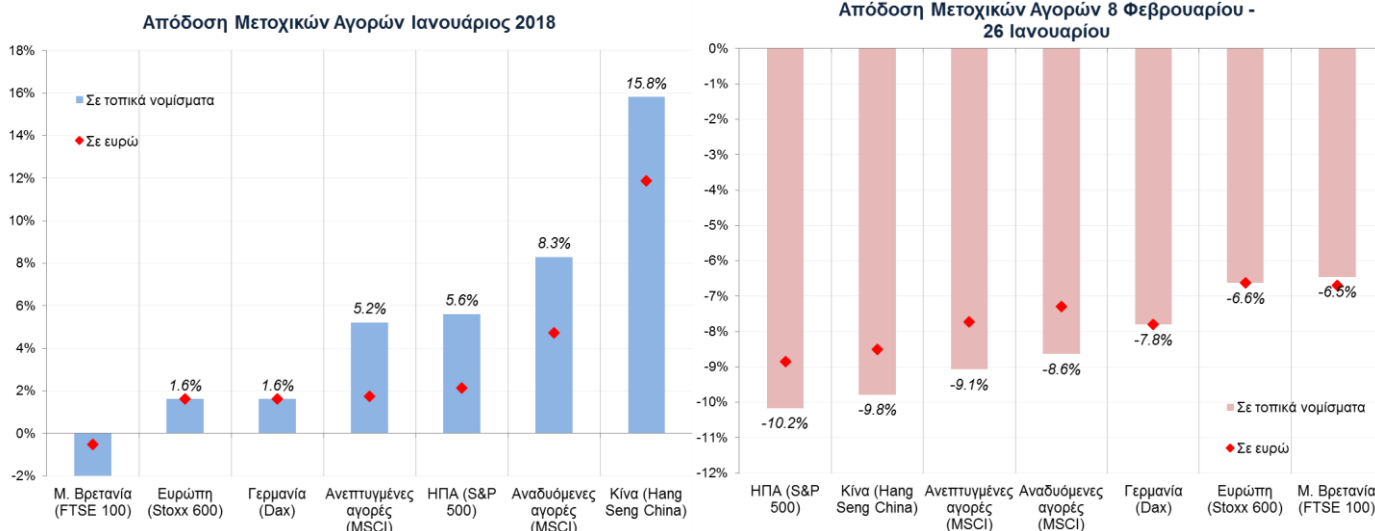


Σημαντική αύξηση παρουσίασε η μεταβλητότητα στις μετοχικές αγορές μετά από ασυνήθιστα μακρά περίοδο χαμηλών διακυμάνσεων, εξαιτίας κυρίως της ανησυχίας για ενίσχυση του πληθωρισμού και των πληθωριστικών προσδοκιών μετά την ανακοίνωση των στοιχείων για την αύξηση των μισθών στις ΗΠΑ. Αναλυτικά, ο μέσος όρος των ωριαίων αποδοχών κατέγραψε σε ετήσια βάση τον Ιανουάριο τη μεγαλύτερη αύξηση (2,9%, εκτίμηση: 2,6%) από το Μάιο 2009. Αξίζει να αναφέρουμε ότι ο δομικός πληθωρισμός στις ΗΠΑ διατηρείται χαμηλότερα (Δεκέμβριος: 1,8%) του 2% για ένατο συνεχόμενο μήνα, καταδεικνύοντας ότι παραμένει ακόμα υποτονικός ο πληθωρισμός. Η ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών επηρέασε ανοδικά τις αποδόσεις στη λήξη των κρατικών ομολόγων κυρίως στις ΗΠΑ, με αποτέλεσμα να επηρεαστούν αρνητικά οι μετοχικές αγορές λόγω της ανησυχίας για την ελκυστικότητά τους σε περιβάλλον υψηλότερων επιτοκίων.

Η τεκμαρτή μεταβλητότητα ενός μήνα του δείκτη S&P 500 ανήλθε προσωρινά στις 6 Φεβρουαρίου σε υψηλό (50%) από τον Αύγουστο του 2015, εξαιτίας της αναταραχής των αγορών και λόγω αυτοματοποιημένων αλγοριθμικών συναλλαγών σε στρατηγικές χαμηλής μεταβλητότητας. Ενίσχυση της μεταβλητότητας εμφάνισαν και οι τιμές των κρατικών ομολόγων και η αγορά συναλλάγματος, ωστόσο το μέγεθος της ανόδου ήταν σημαντικά χαμηλότερο.

**Εξέλιξη τεκμαρτής μεταβλητότητας, 2015 -2018**


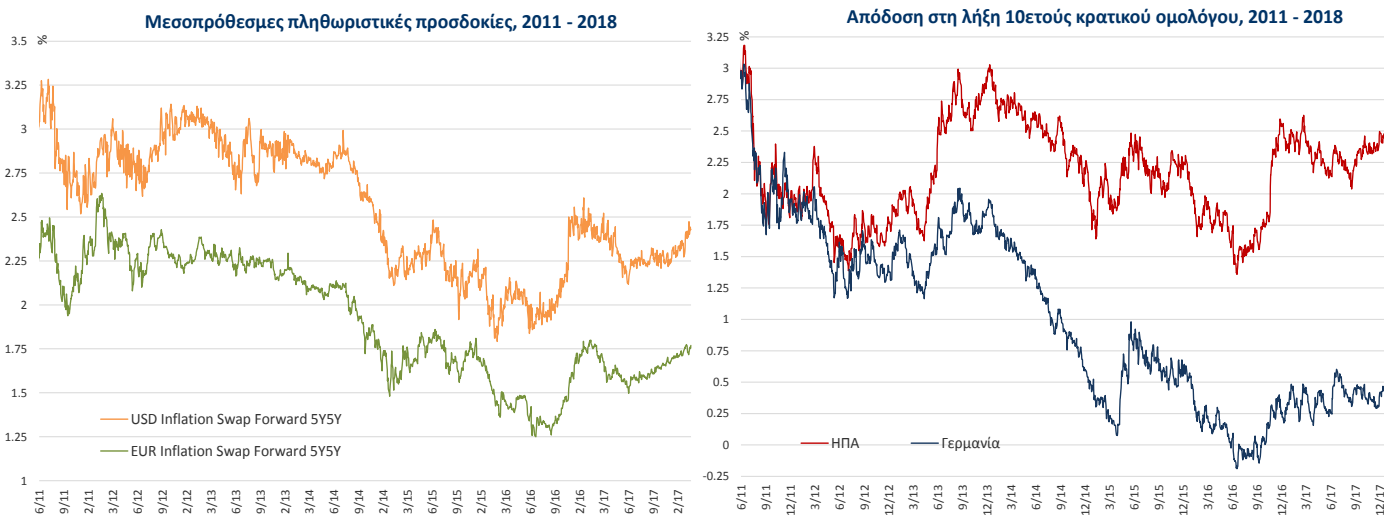
Αξίζει να επισημάνουμε ότι η μετοχική αγορά παρουσίασε το προηγούμενο χρονικό διάστημα σημαντική άνοδο για μακρά χρονική περίοδο. Ενδεικτικά αναφέρουμε ότι ο δείκτης S&P 500 κατέγραψε τον Ιανουάριο άνοδο για δέκατο συνεχόμενο μήνα. Το μήνα Ιανουάριο, οι αποδόσεις των βασικών κατηγοριών επενδύσεων ήταν υψηλές, παρόμοιες με εκείνες που καταγράφηκαν το 2017, καθώς το ενδιαφέρον των αγορών εστιάστηκε στην ενίσχυση του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας και στη βελτίωση της εταιρικής κερδοφορίας. Ωστόσο, μετά την καταγραφή του νέου ιστορικού υψηλού στις ΗΠΑ (26 Ιανουαρίου), οι μετοχικές αγορές παρουσίασαν διόρθωση, η οποία σε ποσοστό (10% περίπου) θεωρείται φυσιολογική λαμβάνοντας υπόψη προηγούμενες περιόδους διόρθωσης στις μετοχικές αγορές. Το σύντομο χρονικό διάστημα που καταγράφηκε η πτώση, η οποία εκτιμάται ότι σχετίζεται με αυτοματοποιημένες αλγοριθμικές συναλλαγές, προκάλεσε ανησυχία στις αγορές. Ενδεικτικά ο δείκτης S&P 500 κατέγραψε στις 5 Φεβρουαρίου τη μεγαλύτερη ημερήσια υποχώρηση (4,1%) από τον Αύγουστο του 2011, η οποία θεωρείται υπερβολική λαμβάνοντας υπόψη ότι από καταγραφή των στοιχείων (1928) μόνο το 0,6% των περιπτώσεων έχει παρουσιαστεί ημερήσια πτώση μεγαλύτερη του 4%.

**Απόδοση Μετοχικών Αγορών**


Πηγή: Bloomberg

Αξιωματούχοι της Fed ανέφεραν (8/2) ότι οι ρευστοποιήσεις στη μετοχική αγορά δεν είναι μη αναμενόμενες, τονίζοντας ότι η πρόσφατη αναταραχή στις επενδύσεις υψηλού κινδύνου δεν έχει επίπτωση στην οικονομία και στην προοπτική της νομισματικής πολιτικής.

Βασική ανησυχία παραμένει η ενδεχόμενη μεγαλύτερη της αναμενόμενης ενίσχυση των πληθωριστικών προσδοκιών, ταχύτερη της εκτιμώμενης ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής και αύξηση των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων αναφοράς, καθώς εκτιμάται ότι θα έχουν αρνητικές επιπτώσεις σε κατηγορίες επενδύσεων. Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου ανήλθε στις 5 Φεβρουαρίου σε υψηλό (2,883%) από τον Ιανουάριο του 2014. Η εκτίμηση ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ θα είναι ισχυρότερος από ό,τι αρχικά αναμενόταν σε συνδυασμό με την αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών επηρεάζουν αρνητικά τις τιμές των κρατικών ομολόγων. Επίσης, η ενδεχόμενη επιδείνωση των δημοσιονομικών μεγεθών λόγω της επίπτωσης του σχεδίου φορολογικής μεταρρύθμισης και του εκτιμώμενου σχεδίου αύξησης δαπανών για υποδομές αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τις τιμές κρατικών ομολόγων. Τα ανωτέρω σε συνδυασμό με την εκτίμηση ότι η Fed θα προβεί σε τουλάχιστον τρεις αυξήσεις επιτοκίου το 2018 αναμένεται να οδηγήσουν την απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου ΗΠΑ το προσεχές διάστημα στην περιοχή του 3%. Αναφορικά με τα κρατικά ομόλογα στη Γερμανία, η προοπτική της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ συνιστά το βασικότερο προσδιοριστικό παράγοντα. Υποθέτοντας ότι η ΕΚΤ θα ολοκληρώσει το πρόγραμμα αγοράς τίτλων στα τέλη του 2018 και ότι θα ενισχυθούν περαιτέρω οι πληθωριστικές προσδοκίες, η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου στη Γερμανία εκτιμούμε ότι θα αυξηθεί περί το 1%.

**Πληθωριστικές προσδοκίες και αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων**


Πηγή: Bloomberg

## Οι αποτιμήσεις στις μετοχικές αγορές

Ο δείκτης S&P 500 κατέγραψε ιστορικό υψηλό στις 26 Ιανουαρίου 2018 (2.873 μονάδες). Από το Μάρτιο του 2009 (6/3) έως τις 26 Ιανουαρίου 2018, ο δείκτης είχε ενισχυθεί κατά 320% (συνολική απόδοση: 406%, συνολική απόδοση δεκαετίας: 168%). Από το 2009 και μετά η μεγαλύτερη διόρθωση για το δείκτη είχε σημειωθεί το 2011 (29/4/11-3/10/11: -19%). Πιο πρόσφατα, τη χρονική περίοδο Μάιος 2015 - Φεβρουάριος 2016 είχε σημειωθεί διόρθωση σε δυο φάσεις (21/5/15-25/8/15: -12%, 21/5/15-11/2/16: -14%). Η αγορά ανέκαμψε και κατέγραψε νέο ιστορικό υψηλό τον Ιούλιο του 2016. Από τον Ιούλιο του 2016 έως τον Ιανουάριο του 2018 συμπληρώθηκαν 19 μήνες με διαδοχικά ιστορικά υψηλά, χωρίς διόρθωση μεγαλύτερη του 5%. Στη συνέχεια, προέκυψε η υποχώρηση κατά 4,1% της 5<sup>ης</sup> Φεβρουαρίου. Παρότι ορισμένοι αναφέρονται σε αναλογίες της πτώσης της Δευτέρας 5 Φεβρουαρίου 2018 με εκείνη της Δευτέρας 19 Οκτωβρίου 1987 (απουσία συγκεκριμένης αιτίας από τα οικονομικά θεμελιώδη για την πτώση, αλγοριθμικές στρατηγικές "portfolio insurance strategies" τότε, "risk parity strategies" τώρα, συνολική απόδοση ενός έτους έως 16/10/1987: 21,7%, σωρευτική απόδοση ενός έτους έως 2/2/18: 23,5%), η πτώση -20% που κατεγράφη στις 19/10/1987 ήταν η χειρότερη ημερήσια υποχώρηση ιστορικά. Παρά το ασυνήθιστο της πτώσης της 19/10/1987, κατά το συνολικό έτος 1987 ο S&P 500 εμφάνισε αύξηση κατά 2% (συνολική απόδοση: 5,3%). Με ημερήσια στοιχεία από το 1928, η πτώση κατά 4,1% της 5<sup>ης</sup> Φεβρουαρίου 2018 βρίσκεται στο χαμηλότερο 0,6% της κατανομής ημερήσιων αποδόσεων (137 ημέρες με πτώση ίση ή χειρότερη του 4,1%).

Παρά την πρόσφατη υποχώρηση μετά από χρονική περίοδο συνεχόμενης ανόδου, τα οικονομικά θεμελιώδη παραμένουν ευνοϊκά. Στο 3<sup>ο</sup> τρίμηνο του 2017, τα προσαρμοσμένα καθαρά κέρδη ανά μετοχή του δείκτη S&P 500 αναμένεται να εμφανίσουν άνοδο κατά περίπου 14%. Η γενικότερη τάση της κερδοφορίας είναι ευνοϊκή με τα κέρδη ανά μετοχή 12 μηνών trailing του S&P 500 να εμφανίζουν αύξηση σε ετήσια βάση κατά περίπου 12% και του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI All Countries World ετήσια αύξηση κατά περίπου 15%. Τα έσοδα ανά μετοχή 12 μηνών του S&P 500 ενισχύονται σε ετήσια βάση κατά περίπου 7% και τα έσοδα ανά μετοχή 12 μηνών του παγκόσμιου MSCI κατά 8%. Ο δείκτης P/E 12 μηνών trailing (επαναλαμβανόμενες δραστηριότητες) του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI All Countries World διαμορφώνεται στις 18,7 φορές έναντι μέσου όρου 10 ετών 16,3 φορές και μέσου όρου 20 ετών 18,8 φορές.

Ελκυστικότερος ο δείκτης MSCI αναδυόμενων αγορών έναντι του δείκτη MSCI ανεπτυγμένων αγορών. Ωστόσο, μετά την πρόσφατη υποχώρηση, ορισμένες από τις ανεπτυγμένες αγορές εμφανίζονται με ενισχυμένη ελκυστικότητα (Ιαπωνία: δείκτης Nikkei, Γαλλία: δείκτης Cac 40).

### Ελκυστικότητα μετοχικών αγορών



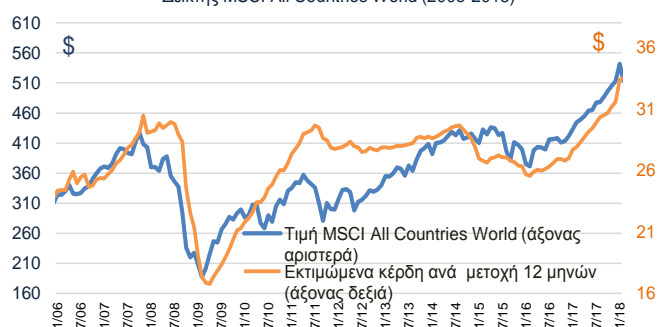
\* Σταθμισμένο score (όπου υψηλότερο σημαίνει ευνοϊκότερο): Τριμηνιαία στοιχεία (για α' τρίμηνο 2018 χρησιμοποιήθηκε η: 6/2/18). «Συνολικό score (overall score momentum adjusted)» βασίζεται κατά 50% σε Z-score (χρήση μ.ο. 10-ετών) επί έξι δεικτών/μεγεθών (equally weighted): P/E (forward 12-μηνών), P/B, Dividend yield, ετήσια μεταβολή εσόδων (trailing 12m), ετήσια μεταβολή επαναλαμβανόμενων κερδών ανά μετοχή (trailing 12m), ROE. Το υπόλοιπο 50% λαμβάνει υπόψη μέγεθος ορμής (momentum). Για το momentum χρησιμοποιείται η "percent ranked" απόδοση % ε ενός έτους (52 εβδομάδων) των δεικτών.

### Τιμή/κέρδη 12 μηνών δείκτης MSCI All Countries World (1998-2018)



Πηγή: Bloomberg

### Δείκτης MSCI All Countries World (2006-2018)



## Σύνοψη

Η άνοδος των αποδόσεων στη λήξη των κρατικών ομολόγων κύριων οικονομιών συνιστά τη σημαντικότερη εξέλιξη από την αρχή του έτους. Η εκτίμηση για αύξηση του πληθωρισμού σε συνδυασμό με την προοπτική λιγότερο υποστηρικτικής νομισματικής πολιτικής Κεντρικών Τραπεζών ανεπτυγμένων οικονομιών αναμένεται να οδηγήσουν ελαφρώς υψηλότερα τις αποδόσεων στη λήξη των μεσομακροπρόθεσμων κρατικών ομολόγων. Αναφορικά με τη Fed, η ενδιάμεση εκτίμηση των μελών της παραπέμπει σε τρεις αυξήσεις του επιτοκίου αναφοράς εντός του έτους. Σύμφωνα με την προθεσμιακή αγορά χρήματος η Fed θα προβεί έως το Δεκέμβριο σε αύξηση των επιτοκίων δύο με τρεις φορές. Κατά την εκτίμησή μας δεν αποκλείεται το σενάριο η Fed να προβεί σε τέσσερις αυξήσεις των επιτοκίων σε περίπτωση μη αναμενόμενης ισχυρής αύξησης του πληθωρισμού. Το ενδιαφέρον εστιάζεται στις δηλώσεις του νέου Προέδρου της Fed (Powell) και στη νομισματική πολιτική που θα ακολουθήσει, καθώς και στο αν καταφέρει όπως οι προκάτοχοί του να υποστηρίξει εμμέσως τις επενδύσεις υψηλού κινδύνου.

Διαφαίνεται ότι το περιβάλλον ιδιαίτερα χαμηλής μεταβλητότητας που παρατηρήθηκε το 2017 δεν θα επαναληφθεί το 2018 και εκτιμούμε ότι οι βασικές κατηγορίες επενδύσεων θα παρουσιάσουν συχνές εναλλαγές κατεύθυνσης μέσα στο έτος. Ένας από τους βασικούς παράγοντες που συμβάλει στην υψηλότερη μεταβλητότητα των αγορών είναι η προοπτική ολοκλήρωσης των προγραμμάτων ποσοτικής χαλάρωσης Κεντρικών Τραπεζών.

Αναφορικά με την αγορά συναλλάγματος προβλέπουμε ότι και το τρέχον έτος θα αποτελέσει σημαντικό προσδιοριστικό παράγοντα των τελικών αποδόσεων μικτών χαρτοφυλακίων. Για το τρέχον έτος εκτιμούμε ότι σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα το ευρώ έχει περιθώρια να παρουσιάσει περαιτέρω άνοδο έναντι του δολαρίου, εξαιτίας κυρίως της εκτίμησης ότι θα ολοκληρωθεί το πρόγραμμα αγοράς τίτλων της ΕΚΤ εντός του έτους και της διατήρησης του ισχυρού ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας και του πλεονάσματος του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών στην Ευρωζώνη. Παρά την εκτιμώμενη διατήρηση της μεσοπρόθεσμης ανοδικής τάσης της ισοτιμίας του ευρώ, εκτιμούμε ότι θα υπάρχουν περιόδοι ήπιας κατοχύρωσης κερδών σε περιβάλλον υψηλότερης μεταβλητότητας.

Για τις μετοχικές τοποθετήσεις, παραμένουν ευνοϊκά τα θεμελιώδη. Υποστηρικτικούς παράγοντες συνεχίζουν να αποτελούν η ενίσχυση της εταιρικής κερδοφορίας και η ευνοϊκή αναπτυξιακή προοπτική της παγκόσμιας οικονομίας. Αντίθετα, παράγοντας που προκαλεί αμφιβολίες συνιστά ενδεχόμενη παγίωση και επιτάχυνση της τάσης ανόδου των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων που πιθανόν θα μπορούσε να συνδυαστεί με συνεχιζόμενη αποκόμιση κερδών μετά την πολυετή άνοδο των μετοχικών αγορών. Πάρα τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις στις αγορές και ορισμένες εκκρεμότητες σε θέματα νομισματικής και δημοσιονομικής πολιτικής, η μετοχική έκθεση είναι σημαντική πηγή αποδόσεων σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Λαμβάνοντας υπόψη τα ανωτέρω, αναγκαία κρίνεται η διαφοροποίηση χαρτοφυλακίου επενδύσεων και η ήπια ενεργητική διαχείριση με τη μεγαλύτερη δυνατή αντιστάθμιση του συναλλαγματικού κινδύνου. Αναφορικά με τους κλάδους που εκτιμούμε ότι θα παρουσιάσουν την καλύτερη συμπεριφορά υπό το ανωτέρω σενάριο, ελκυστικότεροι κρίνονται ο χρηματοοικονομικός, ο τεχνολογικός, ο βιομηχανικός και ο ενεργειακός.

## Markets Update

210-3268410

[marketanalysis@alpha.gr](mailto:marketanalysis@alpha.gr)

Πάνος Ρεμούνδος

[panos.remoundos@alpha.gr](mailto:panos.remoundos@alpha.gr)

Μαρία Κουτουζή

[maria.koutouzi@alpha.gr](mailto:maria.koutouzi@alpha.gr)

Ιωάννης Κουραβέλος, CFA

[ioannis.kouravelos@alpha.gr](mailto:ioannis.kouravelos@alpha.gr)

Κων/νος Αναθρεπτάκης

[konstantinos.anathreptakis@alpha.gr](mailto:konstantinos.anathreptakis@alpha.gr)

Ρήτρα Αποποίησης Ευθύνης: Οι απόψεις, τιμές, 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, δεν θεωρούνται πλήρεις και ακριβείς, έχουν δε αποκλειστικά και μόνο ενημερωτικό χαρακτήρα και δεν συνιστούν σε καμία περίπτωση προτροπή ή συμβουλή για πραγματοποίηση οποιασδήποτε συναλλαγής. Περαιτέρω, κανένα από τα δεδομένα που αναφέρονται στο παρόν δεν συνιστούν εγγύηση ή ένδειξη για την μελλοντική απόδοση οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου, ισοτιμίας νομίσματος ή άλλου εμπορικού ή οικονομικού παράγοντα, οι προηγούμενες δε αποδόσεις δεν είναι ενδεικτικές των μελλοντικών. Τα δεδομένα, που παρατίθενται για πληροφοριακούς και μόνο λόγους, έχουν ληφθεί από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες και έχει καταβληθεί κάθε δυνατή επιμέλεια για την ορθή επεξεργασία τους. Ωστόσο τα δεδομένα δεν έχουν επαληθευτεί από την Τράπεζα και δεν παρέχεται καμία εγγύηση, ρητή ή σιωπηρή, για την ακρίβεια, πληρότητα ή εγκυρότητά τους. 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. Ποσοστό Ανεργίας (ανεστραμμένος άξονας) προσωπική ενημέρωση και αξιολόγηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου από δικούς του ανεξάρτητους συμβούλους. Η Alpha Bank δεν παρέχει (άμεσα ή έμμεσα) συμβουλευτικές υπηρεσίες, παρά μόνον κατόπιν ρητής έγγραφης συμφωνίας παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, 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. 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. Εάν έχετε λάβει το παρόν μήνυμα εκ παραδρομής ή δεν είστε ο παραλήπτης στον οποίο απευθύνεται δεν πρέπει, αμέσως ή έμμεσα να χρησιμοποιήσετε, αναπαραγάγετε, τυπώσετε, διανεμίετε ή αντιγράψετε μέρος ή το σύνολο αυτού ή συνημμένα σε αυτό έγγραφα. Απαγορεύεται η αναπαραγωγή, αντιγραφή, επανεκτύπωση ή μετάδοση του παρόντος εντύπου για οποιοδήποτε σκοπό, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια του εκδότη.