

# ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ 2020

## Ανασκόπηση 2019



## ΣΥΝΟΨΗ

### Ξένες Αγορές

- ✓ Με εντυπωσιακές αποδόσεις έκλεισε η περσινή χρονιά για τις διεθνείς αγορές και ειδικά τις αμερικανικές παρά την πτώση της κερδοφορίας των εισηγμένων και την κάμψη της παγκόσμιας οικονομίας
- ✓ Οι εκτιμήσεις μιλούν για συνέχιση της ανάπτυξης στην παγκόσμια οικονομία και το 2020.
- ✓ Δεν προβλέπεται ύφεση στην παγκόσμια οικονομία κατά το επόμενο έτος.
- ✓ Εάν δεν υπάρξουν και πάλι νέοι πολιτικοί κίνδυνοι, το εμπόριο και η μεταποίηση θα πρέπει σταδιακά να ανακάμψουν.
- ✓ Πιστεύουμε όμως ότι οι μετοχές είναι ευάλωτες σε τυχόν απρόβλεπτη περαιτέρω επιδείνωση της παγκόσμιας οικονομίας
- ✓ Μια επανάληψη των αποδόσεων του 2019 δεν είναι πιθανή. Αναμένεται όμως συνέχιση των θετικών αποδόσεων και το 2020. Οι αποδόσεις της αγοράς μετοχών για το 2020 προβλέπεται να κινηθούν στα επίπεδα του 10%
- ✓ Σε έναν κόσμο με μέτρια οικονομική ανάπτυξη, ήδη υψηλά περιθώρια κέρδους και αύξηση του κόστους εργασίας, δεν είναι σαφές εάν οι εταιρείες θα είναι σε θέση να αυξήσουν σημαντικά τα κέρδη τους.

### Ελλάδα

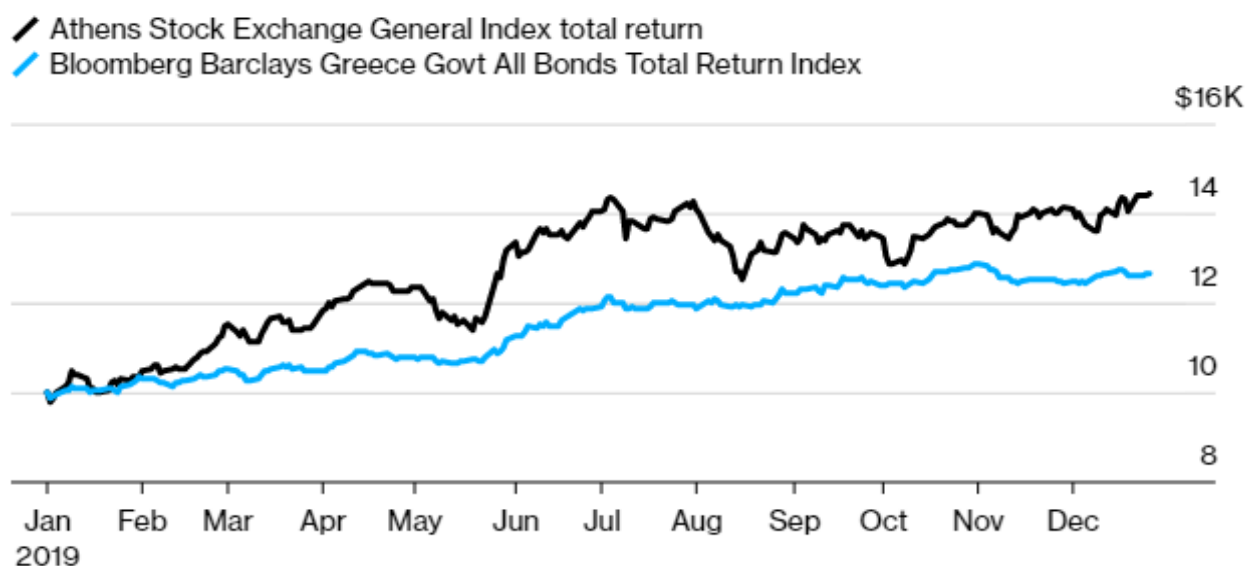
- ✓ Συνέχιση της ανάπτυξης και το 2020 , ίσως και με πιο ενισχυμένο ρυθμό
- ✓ Περαιτέρω βελτίωση του αξιόχρεου του ελληνικού χρέους από τους διεθνείς οίκους
- ✓ Νέα έξοδος στις αγορές και αποπληρωμή του χρέους προς το ΔΝΤ
- ✓ Εφαρμογή του σχεδίου μείωσης των κόκκινων δανείων από τις τράπεζες (σχέδιο Ηρακλής) και επιτυχής αξιολόγησή τους στα stress tests.
- ✓ Νέες ιδιωτικοποιήσεις ( ΕΛΠΕ, ΔΕΗ , ΑΔΜΗΕ κλπ.)
- ✓ Νέο ρεκόρ στο τουρισμό
- ✓ Ενισχυμένη κερδοφορία των εισηγμένων από την μείωση της φορολογίας και του πολύ χαμηλότερου κόστους δανεισμού
- ✓ Αυξημένα μερίσματα
- ✓ Μάλλον απίθανη η επανάληψη της περσινής απόδοσης , της υψηλότερης τα τελευταία 20χρόνια, όμως αναμένεται η απόδοση της αγοράς να κινηθεί και φέτος, εκτός απροόπτου, σε διψήφια επίπεδα. Τεχνικά μακροπρόθεσμο στόχο αποτελούν οι 1250μ.
- ✓ Πιθανή συμφωνία με τους δανειστές για χαλάρωση των πρωτογενών πλεονασμάτων
- ✓ Περαιτέρω βελτίωση των εισοδημάτων της μεσαίας τάξης με ηπιότερη φορολόγηση
- ✓ Παραμένουν οι κίνδυνοι από τα γεωπολιτικά και την ένταση στις ελληνοτουρκικές σχέσεις.
- ✓ Επιβάλλεται λοιπόν στάση εγρήγορσης (alertness) και αυξημένης επαγρύπνησης (vigilance) ώστε η διαχείριση χαρτοφυλακίων να επωφελείται (ή εναλλακτικά να ελαχιστοποιεί τους κινδύνους) από την αναμενόμενη αυξημένη μεταβλητότητα των αγορών, εξαιτίας των πολλαπλών αναταραχών από τις γεωπολιτικές εντάσεις και λοιπούς μαύρους κύκνους που με απρόβλεπτο τρόπο εμφανίζονται στο περιβάλλον

# A. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

## **A1. Γενικές διαπιστώσεις – Απολογισμός**

Απόδοση που άγγιξε το 50% (49,5%) κατέγραψε ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α. κατά το 2019 καταλαμβάνοντας έτσι την 1η θέση στην κατάταξη όλων των χρηματιστηρίων, ανεπτυγμένων και αναδυομένων.

Με τον τραπεζικό δείκτη (FTSE Banks) να καταγράφει άνοδο κατά 101,3%, το δείκτη μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης (FTSE-25) να αυξάνεται κατά 42,9% και το δείκτη μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης (FTSEM -40) να καταγράφει άνοδο κατά 22,6%. Ταυτόχρονα, η πλειοψηφία των μετοχών και συγκεκριμένα 137, σημείωσαν θετικές επιδόσεις με 25 από αυτές να υπερδιπλασιάζονται (από +100% μέχρι +541%), ενώ μόνο σε 23 μετοχές σημειώθηκε υποχώρηση των τιμών τους.



Source: Bloomberg

Από συναλλακτικής σκοπιάς, η μέση αξία των συναλλαγών διαμορφώθηκε στα 66,8 εκ. ευρώ έναντι 55,8 εκ. ευρώ το 2018, σημειώνοντας άνοδο κατά 20% έναντι υποχώρησης κατά 5% το 2018. Παράλληλα, ο αριθμός των ενεργών μερίδων στο 11μηνο ήταν σε μέσα επίπεδα 18,3 χιλ, έναντι 17,5 χιλ. το 2018, σημειώνοντας αύξηση κατά 4,6%. Ωστόσο, η διαπίστωση ότι ολίγες εκατοντάδες κωδικοί ευθύνονται για τη μερίδα του λέοντος των συναλλαγών παραμένει σε ισχύ, καθώς ο αριθμός των δραστηριοποιούμενων φυσικών και νομικών προσώπων, ενδεικτικά του Νοεμβρίου, ήταν συνολικά 643 εκ των οποίων οι 530 από την Ε.Ε. Με δεδομένη πάντα τη διατήρηση της συμμετοχής των ξένων κατά τα 2/3 περίπου της συνολικής κεφαλαιοποίησης.

Την ίδια ώρα, αισθητή βελτίωση κατέγραψε και η σχέση της κεφαλαιοποίησης του Χ.Α. ως προς το ΑΕΠ που ανέρχεται πλέον στο 33,9% με ύψος κεφαλαιοποίησης 61,1 δις. ευρώ. Όμως, το πλέον ελπιδοφόρο γεγονός του 2019 είναι η θεαματική αύξηση των εισροών κεφαλαίων στην ελληνική οικονομία, ένδειξη ότι επανέρχεται η εμπιστοσύνη σε αυτήν. Ειδικότερα, ελληνικοί τίτλοι, όπως εκδόσεις ομολόγων 5ετούς-7ετούς και 10ετούς διάρκειας, τραπεζικά αλλά και εταιρικά ομόλογα όπως της Aegean, της Attica, της Τενέργα, του Μυτιληναίου, της Ελλάκτωρ και γιγαντιαίες μετοχικές εκδόσεις όπως της Lamda Development, καλύφθηκαν από επενδυτές, ξένους κυρίως αλλά και Έλληνες, που διέθεσαν συνολικά πάνω από 12 δις. ευρώ για τις τοποθετήσεις τους!

## A2. Αναφορά στις εξελίξεις του 2019

Η χρονιά που πέρασε μπορεί να ταξινομηθεί σε τρεις περιόδους.

Η πρώτη περίοδος, αφορά το διάστημα από την αρχή του έτους μέχρι τις ευρωεκλογές της 26/5/2019. Στο διάστημα αυτό, η αγορά είναι όμηρος των υπό αναμονή πολιτικών εξελίξεων με εμφανή τη συναλλακτική υποτονικότητα. Οι οίκοι πιστοληπτικής ικανότητας S & P και Fitch αρνούνται να αναβαθμίσουν το αξιόχρεο της ελληνικής οικονομίας στο 1ο δίμηνο. Το κάνει τελικά την 1η Μαρτίου η Moody's και ακολουθεί επιτυχής έξοδος στις αγορές για 10ετές ομόλογο με 3,90% στις 5/3, σε συνέχεια της έκδοσης 5ετους με 3,60% του Ιανουαρίου. Το Eurogroup εγκρίνει την εκταμίευση δόσης 1 δις. ευρώ στις 6/4. Ο τραπεζικός κλάδος οδηγεί το Γ.Δ. στις 770 μονάδες και οι μετοχές της Εθνικής και της Eurobank επανέρχονται στο δείκτη MSCI Standard Greece.

Η δεύτερη περίοδος αφορά το διάστημα από τη διεξαγωγή των ευρωεκλογών μέχρι το τέλος Ιουλίου. Η νίκη της Νέας Δημοκρατίας στις ευρωεκλογές της 26/5 ολοκληρώνεται στις βουλευτικές εκλογές της 7/7 (39,81% έναντι 31,55% για το ΣΥΡΙΖΑ). Η υποχώρηση των αποδόσεων των πολυετών ελληνικών ομολόγων είναι συνεχής και στις 17/7 επιτυγχάνεται η έκδοση 7ετούς τίτλου με 1,9%. Η νέα κυβέρνηση αναγγέλλει φιλικά προς το επενδυτικό περιβάλλον μέτρα φορολογικού κυρίως περιεχόμενου για τα νομικά και τα φυσικά πρόσωπα. Στις 31/7 ο Γενικός Δείκτης αγγίζει για πρώτη φορά το 2019 τις 900 μονάδες, καταγράφοντας επίδοση που αποτελεί ήδη τη μεγαλύτερη από όλα τα χρηματιστήρια του πλανήτη !

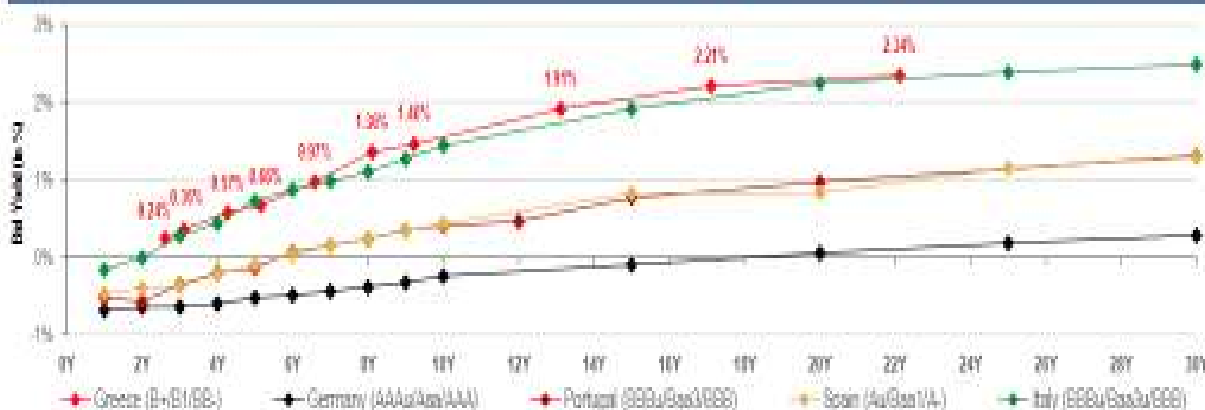
Η τρίτη περίοδος αφορά το διάστημα από τις αρχές του Αυγούστου μέχρι το τέλος του έτους. Το εξωτερικό περιβάλλον επιβαρύνεται από σειρά γεγονότων, «μαύρους κύκνους», που αυξάνουν την αβεβαιότητα στο τρίμηνο Αυγούστου-Σεπτεμβρίου-Οκτωβρίου: οι ΗΠΑ είναι σε συγκρουσιακή διαδικασία με την Κίνα για τα εμπορικά ζητήματα, με τις συναλλαγματικές ισοτιμίες να απειλούν ακόμη και με κλιμάκωση νομισματικού πολέμου. Οι διαδηλώσεις στο Χονγκ-Κονγκ αλλά και σε άλλα σημεία του πλανήτη διαταράσσουν την κοινωνική και πολιτική ισορροπία. Η Αργεντινή απειλεί με αθέτηση των δανειακών της υποχρεώσεων. Οι εξελίξεις στη Βρετανία οδηγούν στην εκτροφή σεναρίων ακόμη και για άτακτο Brexit με απρόβλεπτες επιπτώσεις στις αγορές. Η κατάρρευση της Thomas Cook προκαλεί αναταραχή, πρόσκαιρα ωστόσο μόνο. Η επίθεση κατά των εγκαταστάσεων της Aramco δεν οδηγεί σε αναταράξεις την πετρελαϊκή αγορά. Η αναγγελία της παραπομπής σε δίκη του Προέδρου Trump ανοίγει τη συζήτηση για το ενδεχόμενο καταδίκης του Προέδρου και έκπτωσης από το αξίωμά του ! Και στη Συρία, η Τουρκία επιδιώκει την υλοποίηση ειδικού σχεδίου, οδηγώντας την περιοχή σε απρόβλεπτες εξελίξεις με τη Ρωσία να παίρνει τη σκυτάλη από τις ΗΠΑ σε ρόλο εποπτεύοντος στη πολύπαθη χώρα της Μ. Ανατολής.

Εκτρέφεται έτσι η σενarioλογία για ενδεχόμενη είσοδο σε επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, με τη FED να οδηγεί τα παρεμβατικά της επιτόκια στο 1,50% με δύο αλληπάλληλες αποφάσεις της στις 18/9 και στις 30/10. Την ίδια ώρα, οι αποδόσεις των ελληνικών ομολόγων συνεχίζουν την υποχώρησή τους μέχρι και στο 1,15% με τα χαρτοφυλάκια όσων κατείχαν ελληνικούς τίτλους (τράπεζες κ.α.) να καταγράφουν μεγάλες υπεραξίες λόγω αναρρίχησης των τιμών τους. Το Υπουργείο Οικονομικών αντλεί 1,5 δις. ευρώ με 10ετή τίτλο στις 8/10 με 1,5%.

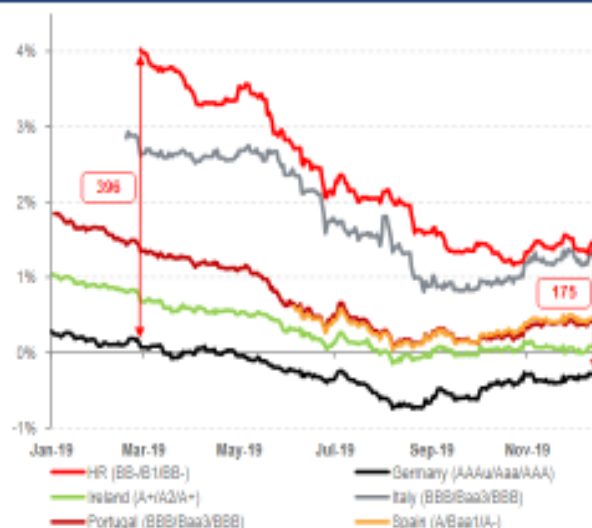
## Overview of 2019 Bond Issuances

| ISINs                   | Issue Date | Maturity Date | Tenor     | Demand Amount | Issued Amount | Subscr. Rate | Yield | Spread vs Bund |
|-------------------------|------------|---------------|-----------|---------------|---------------|--------------|-------|----------------|
| GR0124035693            | 8-Oct-19   | 12-Mar-29     | 10Y (tap) | € 7.6bn       | € 1.5bn       | 5.1x         | 1.50% | 210 bps        |
| GR0118019679            | 23-Jul-19  | 23-Jul-26     | 7Y        | € 13.0bn      | € 2.5bn       | 5.2x         | 1.90% | 243 bps        |
| GR0124035693            | 12-Mar-19  | 12-Mar-29     | 10Y       | € 11.8bn      | € 2.5bn       | 4.7x         | 3.90% | 373 bps        |
| GR0114031561            | 5-Feb-19   | 5-Feb-24      | 5Y        | € 10.2bn      | € 2.5bn       | 4.0x         | 3.60% | 389 bps        |
| Total: EUR 43bn EUR 9bn |            |               |           |               |               |              |       |                |

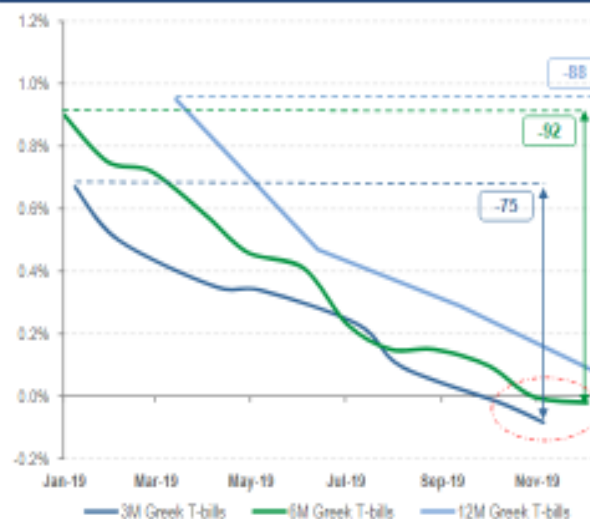
## Selected European Sovereign Yield Curves as of 23/12/2019



## Greece and selected peers' 10-Year bond bid YTM (%)



## Greece T-Bills YTM at issue (%)



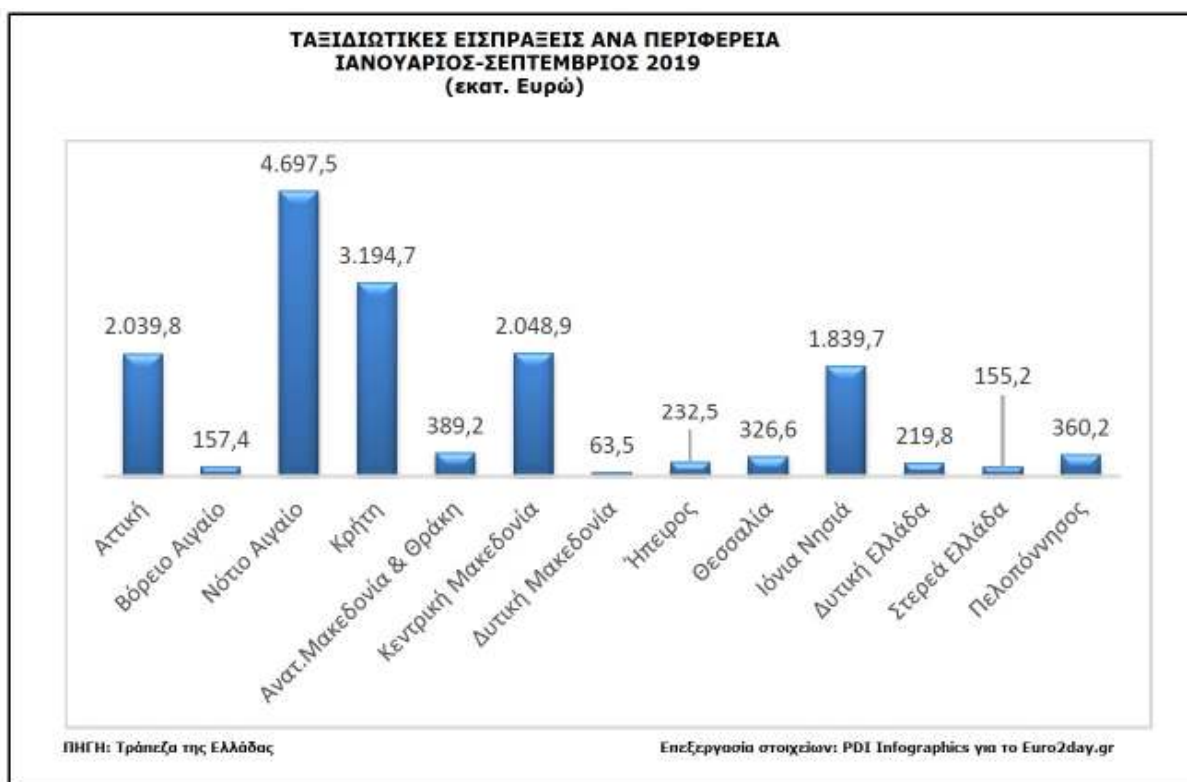
Έτσι, μετά από πολύμηνη συσσώρευση γύρω από τις 850 μονάδες και την επιβεβαίωση των σημείων στήριξης πάνω από τις 800 μονάδες, ο Γενικός Δείκτης επανήλθε στις 900 μονάδες στις 30/11 και οδηγήθηκε στην ψηλότερη επίδοση του έτους στο τέλος Δεκεμβρίου, λίγο ψηλότερα από τις 900 μονάδες. Σε αυτό συνέβαλε η νομοθέτηση του σχεδίου για τη μείωση των κόκκινων δανείων από τις τράπεζες (σχέδιο Ηρακλής), οι επιτυχείς εκδόσεις των ομολόγων των Μυτιληναίου και Ελλάκτορα

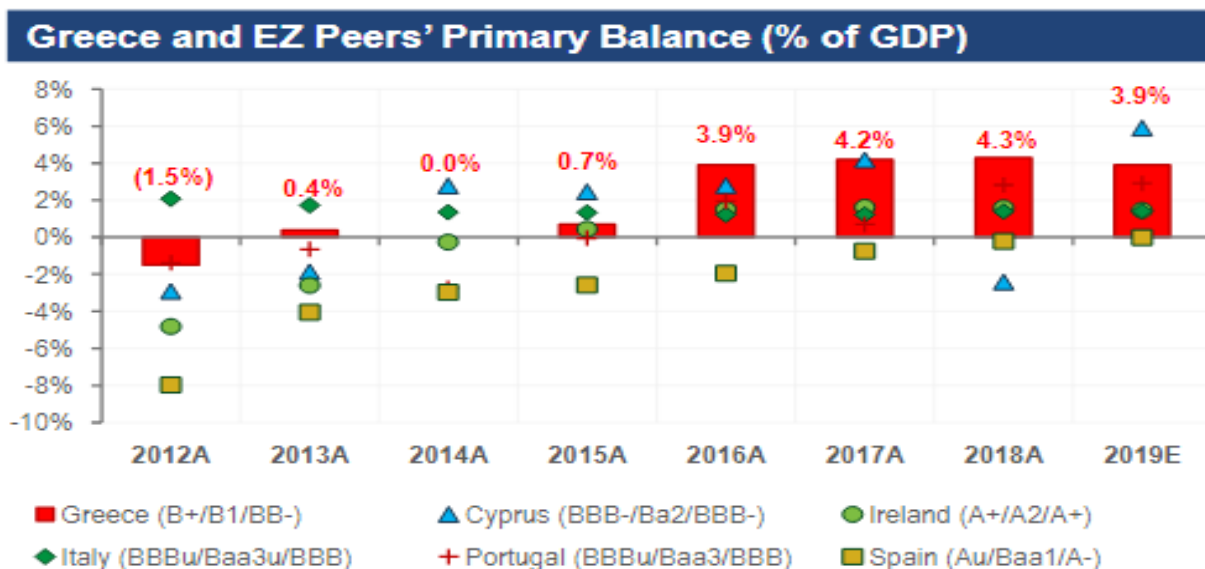
αλλά και η ψήφος εμπιστοσύνης στην γιγαντιαία AMK της Lamda Development με στόχο την υλοποίηση του έργου στο Ελληνικό.

### Α3. Οι προοπτικές για το 2020

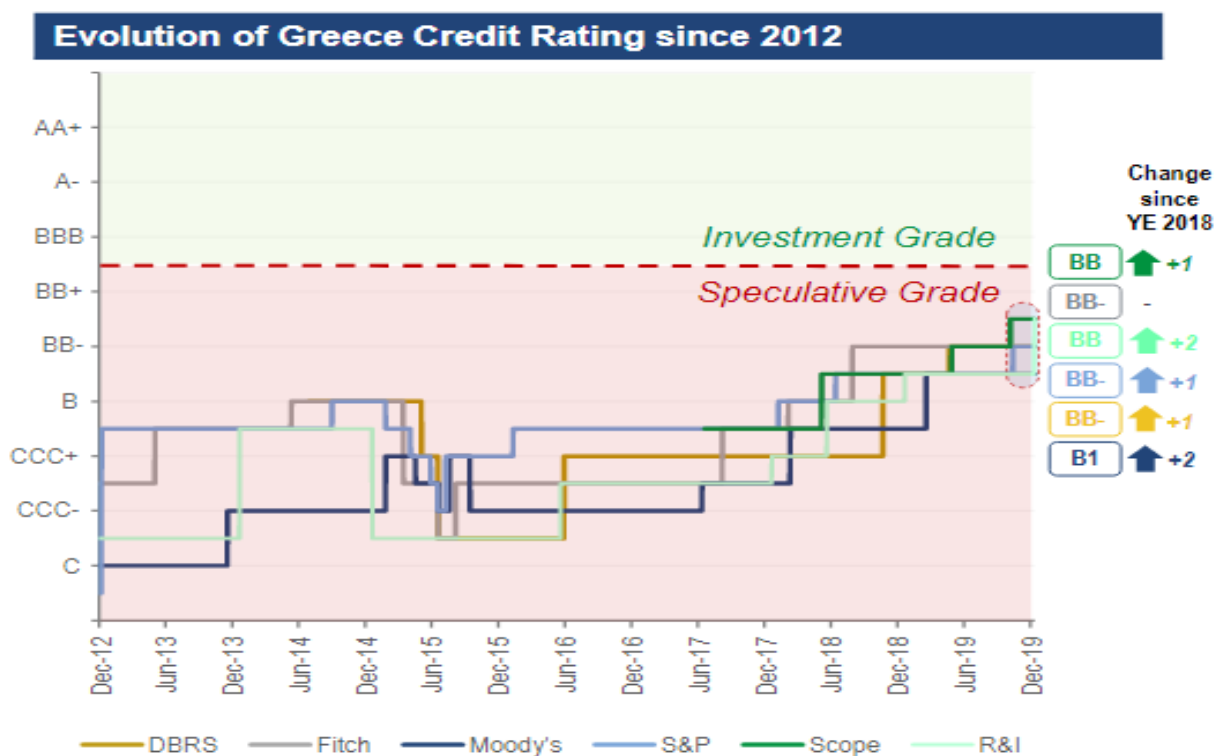
Ευοίωνες διαγράφονται κατ' αρχάς οι προοπτικές για το ελληνικό χρηματιστήριο για το 2020. Οι λόγοι της διαγραφόμενης συγκρατημένης αισιοδοξίας σχετίζονται με σειρά λόγων στους οποίους γίνεται αναφορά στη συνέχεια:

- Η προσδοκία για επιτάχυνση του ρυθμού μεγέθυνσης για το 2020. Ο στόχος της κυβέρνησης στον προϋπολογισμό έχει προσδιοριστεί στο 2,8% ενώ όλοι οι φορείς (ΤτΕ, Ε.Ε., ΔΝΤ κ.α.) συνομολογούν ότι το ΑΕΠ θα αυξηθεί με ρυθμό ψηλότερο του 2% το 2020 αλλά και το 2021. Αυτό αναμένεται να είναι το αποτέλεσμα της συνέχισης της εξωστρέφειας της ελληνικής οικονομίας (εξαγωγές-τουριστικές εισπράξεις) αλλά ιδιαίτερα των αυξημένων επενδύσεων, του δημόσιου αλλά κυρίως του ιδιωτικού τομέα. Κομβικής σημασίας θα είναι η έναρξη του έργου στο Ελληνικό αλλά και της δρομολόγησης των έργων στις ΑΠΕ με αιχμή τα του ενεργειακού μετασχηματισμού της ΔΕΗ αλλά και τις άλλες δράσεις που συνυφαίνονται με την ενέργεια και τον τουρισμό.





- Η προσδοκία για αναβάθμιση του αξιόχρεου της ελληνικής οικονομίας από τους βασικούς οίκους πιστοληπτικής ικανότητας κατά τρόπο που θα σηματοδοτήσει την ένταξη των ελληνικών ομολόγων σε επενδυτική βαθμίδα, εξέλιξη που θα επιτρέψει την αγορά ελληνικών τίτλων από την ΕΚΤ στο πλαίσιο του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης. Υπό προϋποθέσεις, το ενδεχόμενο να υπάρξουν 3 αναβαθμίσεις εντός του 2020 είναι μεν αισιόδοξο αλλά όχι απαγορευτικό.

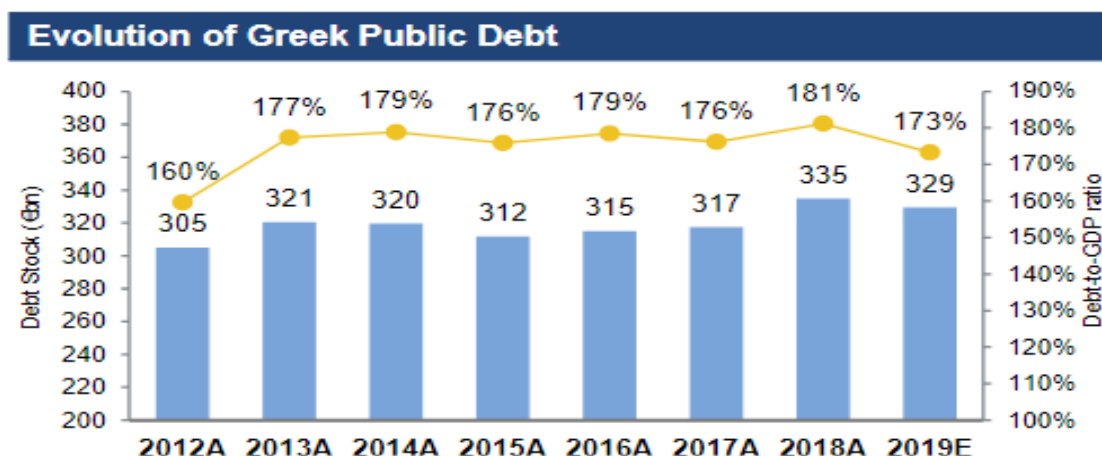


Sources: DBRS, Fitch, Moody's, S&P, Scope

- Η επιτάχυνση της διαδικασίας εξυγίανσης των τραπεζικών χαρτοφυλακίων από τα ΜΕΔ (ύψους 71,2 δις, στο 42,1% του συνόλου των δανείων στο 9μηνο) μέσω των τιτλοποιήσεων μπορεί να οδηγήσει σε αλλαγή της σημερινή τραπεζικής κουλτούρας που δεν ευνοεί την πιστωτική επέκταση. Στο βαθμό που υπάρξει ουσιαστική πρόοδος στον τομέα αυτό και δρομολογηθεί και το σχέδιο της ΤτΕ που προβλέπει σύσταση φορέα ειδικού σκοπού, είναι πιθανό να επανέλθει σταδιακά

το τραπεζικό σύστημα σε συνθήκες κανονικής λειτουργίας, με τη διαδικασία της εξέτασης δανειοδοτικών αιτημάτων να επανέρχεται.

- Η συντήρηση των επιτοκίων καταθέσεων σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα (σχεδόν μηδενικά) και των εντόκων γραμματίων σε αρνητικά επίπεδα, αναμένεται να οδηγήσει τους αποταμιευτές σε αναζήτηση εναλλακτικών επενδύσεων. Το ελληνικό χρηματιστήριο προσφέρει επιλογές που έχουν σε ικανοποιητικό βαθμό το μείγμα ελκυστικής μερισματικής απόδοσης σε συνδυασμό με λελογισμένο ύψος αναλαμβανόμενου επενδυτικού κινδύνου. Θα χρειαστεί ωστόσο να ξεπεραστούν οι τραυματικές εμπειρίες από τη συμμετοχή των επενδυτών σε χρηματιστηριακές τοποθετήσεις στο παρελθόν για να επανέλθουν οι Έλληνες επενδυτές. Το 2020 αναμένεται να ενταθούν οι προσπάθειες των έγκυρων φορέων που εκπροσωπούν το asset management στο χρηματοπιστωτικό κλάδο ώστε να υπάρξει η κατάλληλη και υπεύθυνη ενημέρωση προς το αποταμιευτικό κοινό.
- Οι μεταρρυθμίσεις αναμένεται να συνεχιστούν με αιχμή δύο πεδία: πρώτον, την συνέχιση της διαμόρφωσης πιο φιλικών συνθηκών για την ανάληψη επιχειρηματικών πρωτοβουλιών μέσω της συνέχισης της μείωσης των φορολογικών βαρών αλλά και των πολλαπλών εμποδίων που τις αναστέλλουν. Και δεύτερον, την επιτάχυνση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων στο πλαίσιο των οποίων έχουν εξαγγελθεί για το 2020 η πώληση της ΔΕΠΑ (Εμπορίας και Υποδομών), του πλειοψηφικού πακέτου των ΕΛΠΕ, της Εγνατίας Οδού και του μειοψηφικού ποσοστού του Διεθνούς Αερολιμένα Αθηνών. Η υλοποίηση των προαναφερόμενων στόχων θα αποτελέσει ηχηρή ψήφο εμπιστοσύνης προς τις θετικές προοπτικές της ελληνικής οικονομίας.



Από την άλλη πλευρά, το σκηνικό που περιβάλλει την ελληνική οικονομία περιλαμβάνει δύο κατηγορίες εμποδίων και απειλών, τα ενδογενή και τα εξωγενή.

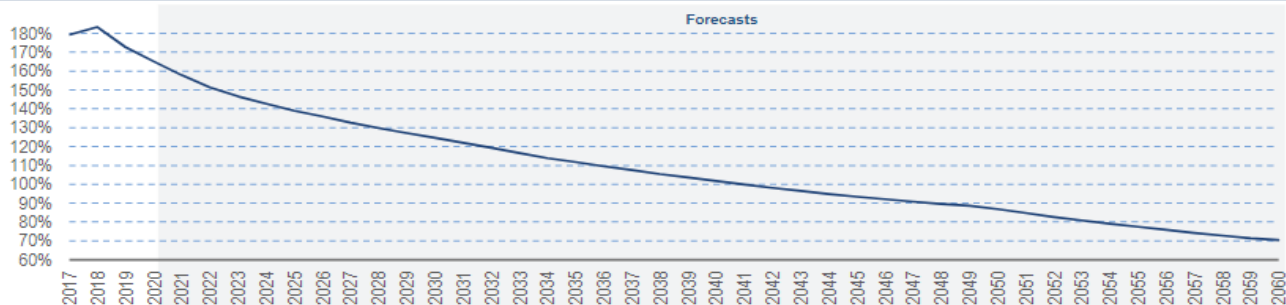
- Στα ενδογενή οφείλουν να επισημανθούν τα των χρόνιων παθογενειών της ελληνικής οικονομίας με τις οποίες οφείλει να συνεχίσει την αναμέτρησή της η εκάστοτε ελληνική κυβέρνηση. Οι σοβαρές θεσμικές δυσλειτουργίες. Οι θύλακες διαφθοράς. Η υψηλή γραφειοκρατία και η διατηρούμενη χαμηλή αποτελεσματικότητα της δημόσιας διοίκησης που περιλαμβάνει και το τραπεζικό της σύστημα. Ο αναχρονιστικός τρόπος λειτουργίας της δικαιοσύνης και του τρόπου άσκησης του συνδικαλισμού. Η υποβαθμισμένη παιδεία σε όλες τις βαθμίδες της. Η έλλειψη δεξιοτήτων σε συνέχεια του brain drainage που έχει συντελεστεί την τελευταία 10ετία αλλά και οι θύλακες προβληματικής επιχειρηματικής συμπεριφοράς. Και τελικά η διατήρηση της χώρας σε χαμηλές βαθμίδες στο επίπεδο ανταγωνιστικότητας σε σχέση με άλλες χώρες.



Πηγή: Ευρωπαϊκή Επιτροπή, DG Ecfm

Ειδικό κεφάλαιο για την επενδυτική κοινότητα αποτελεί εκείνο που αφορά τα μέτρα θωράκισης του ελληνικού χρηματιστηρίου σε συνέχεια των ζητημάτων που έπληξαν την αξιοπιστία του (υπόθεση Folli-Follie κ.α.) για τα οποία το τελευταίο διάστημα υπάρχει σοβαρή κινητικότητα. Η επενδυτική κοινότητα θα έβλεπε θετικά μια συνολική προσπάθεια για επαναλανάρισμα του χρηματιστηρίου στην ελληνική οικονομία με λήψη μέτρων που θα αφορούσαν την ενθάρρυνση της επανόδου του επενδυτικού κοινού, την εισαγωγή κινήτρων για την εισαγωγή νέων εταιρειών και τη βελτίωση των προϋποθέσεων για τη δραστηριοποίηση νέων επενδυτικών φορέων.

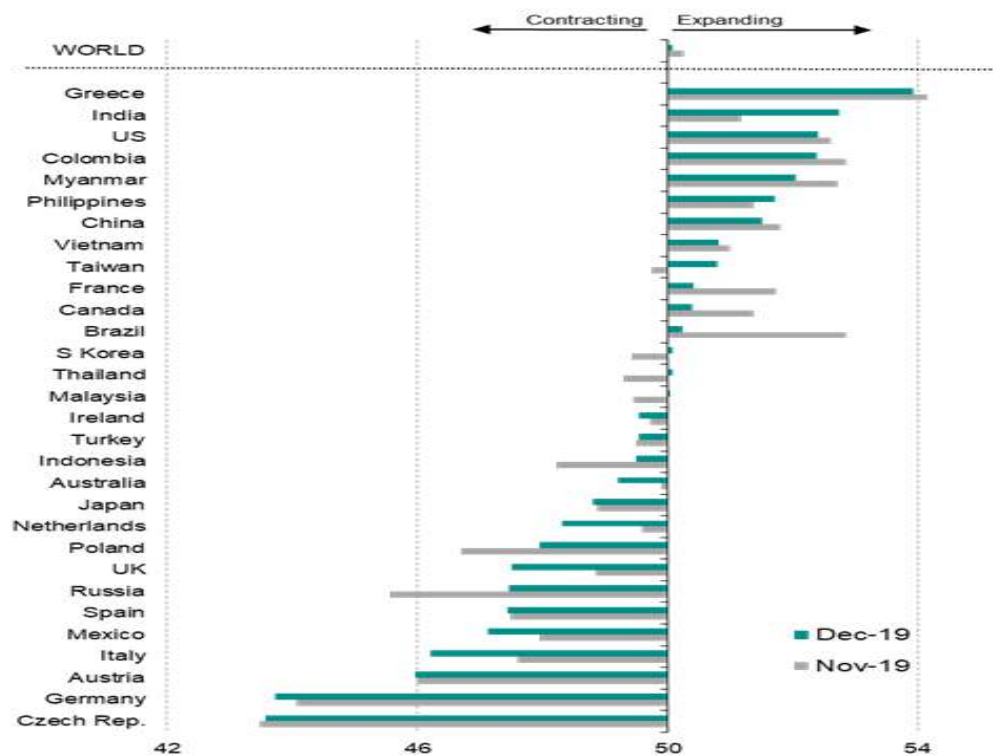
#### Public Debt to GDP Forecast (% of GDP)



|                                 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 onwards         |
|---------------------------------|------|------|------|------|----------------------|
| Real GDP growth rate            | 2.8% | 2.0% | 1.6% | 1.0% | 1.0%                 |
| Inflation (GDP deflator)        | 0.9% | 1.6% | 1.7% | 2.0% | 2.0%                 |
| Average effective interest rate | 1.7% | 1.7% | 1.8% | 1.8% | 3.7% <sup>(*)</sup>  |
| Primary surplus                 | 3.6% | 3.5% | 3.5% | 3.0% | 2.5% <sup>(**)</sup> |

## Manufacturing PMI rankings

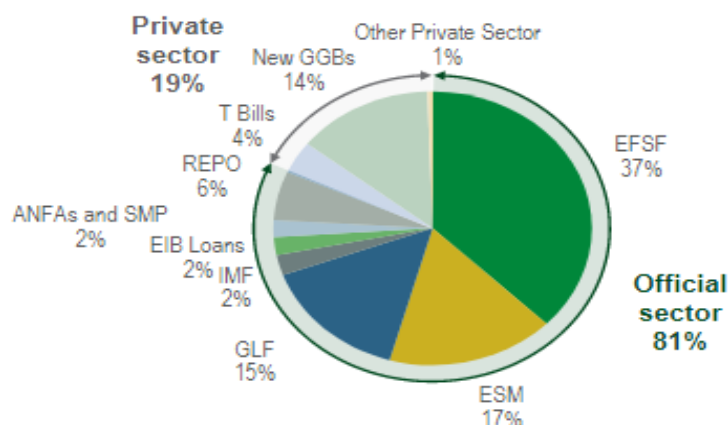
Manufacturing PMI, 50 = no change on prior month



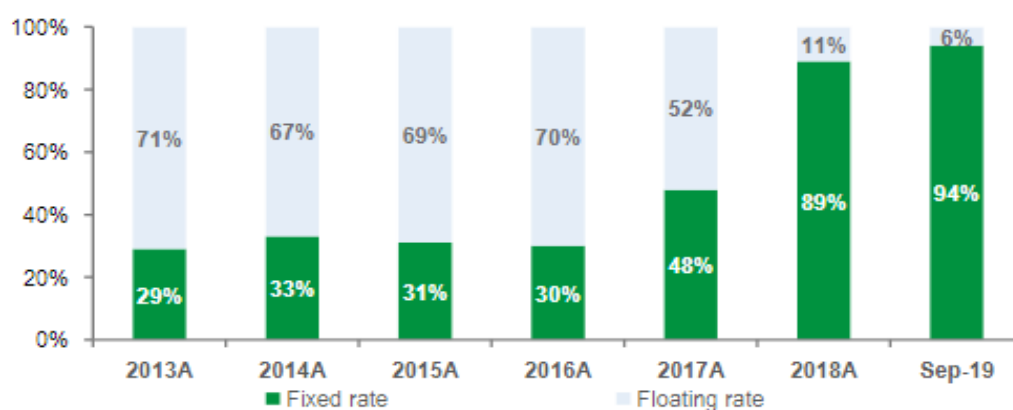
Sources: IHS Markit, JPMorgan, CBA, ISO, CIPS, Jibun Bank, NEVI, BME, UniCredit Bank Austria, AERCE, Caixin, HPI, Davivienda, AIB, Istanbul Chamber of Industry.



## Debt Breakdown by Type of Instruments, as of YE 2019E



## Debt Breakdown by Coupon Rate Type<sup>(1)</sup>



- Στα εξωγενή, η αναφορά περιλαμβάνει:

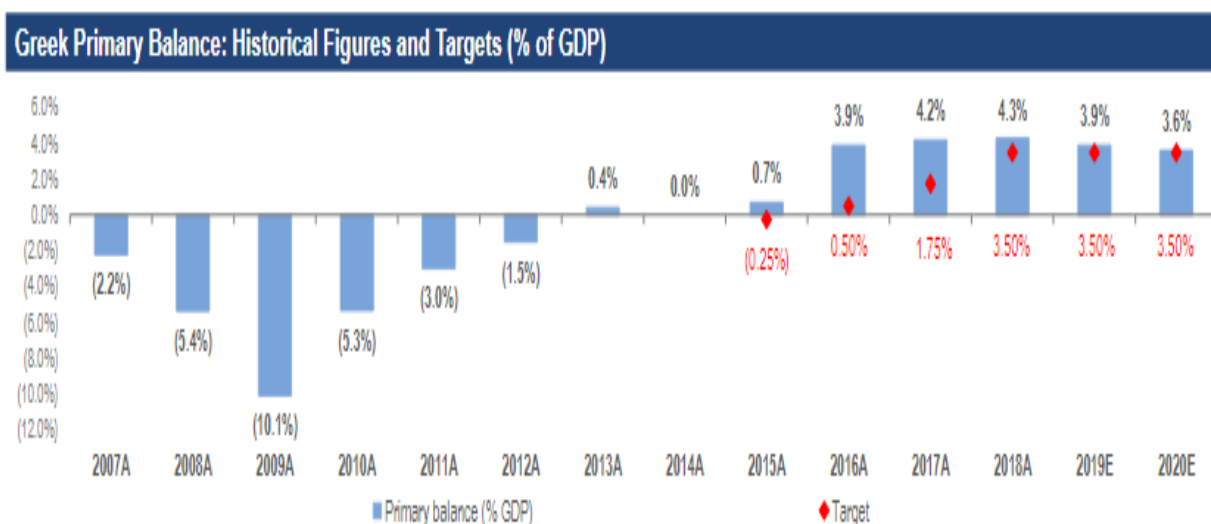
Τα της γεωπολιτικής αστάθειας στην Α. Μεσόγειο σε συνέχεια της κλιμάκωσης της τουρκικής επιθετικότητας το τελευταίο διάστημα. Για την οποία όλοι εύχονται να διευθετηθεί μέσω της συνεννόησης των εμπλεκόμενων χωρών. Ουδείς ωστόσο μπορεί να αποκλείσει η συνεχιζόμενη όξυνση να οδηγήσει σε απρόβλεπτα συμβάντα. Με την αβεβαιότητα για όσα πρόκειται να συμβούν να αποτελεί τον παράγοντα που θα συνεχίσει να κυριαρχεί στην περιρρέουσα ατμόσφαιρα.

Τα της διεθνούς οικονομίας. Παρά τη συντήρηση σειράς αβεβαιοτήτων, όπως αυτές εκδηλώθηκαν εντός του 2019 με κυριότερη την εκκρεμότητα εξαιτίας της παραπομπής του Προέδρου Trump στη Γερουσία, τα χειρότερα μάλλον έχουν περάσει. Οι ΗΠΑ και η Κίνα είναι κοντά στην υπογραφή εμπορικής συμφωνίας και στη Βρετανία υπάρχει ισχυρή κυβέρνηση που μπορεί να οδηγήσει την υπόθεση Brexit κατά τρόπο που δεν θα βλάψει την ευρωπαϊκή και την παγκόσμια οικονομία. Επομένως, διαφαίνεται ότι τα σενάρια επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας απομακρύνονται και είναι δυνατή η συγκέντρωση των κυβερνήσεων στα υφιστάμενα προβλήματα (οξυμμένες ανισότητες, κοινωνικές αναταραχές, αντιμετώπιση κλιματική αλλαγής κ.ο.κ.).

Ενόψει των παραπάνω, οι Κεντρικές Τράπεζες αναγγέλλουν ότι δεν προτίθενται να τροποποιήσουν τα παρεμβατικά τους επιτόκια στο επόμενο διάστημα με την Κριστίν Λαγκάρντ να επικεντρώνει τις προσπάθειές της στην κατεύθυνση της ουσιαστικής αλλαγής της δημοσιονομικής πολιτικής, ιδιαίτερα από τις χώρες με πλεονασματικούς προϋπολογισμούς (Γερμανία, Ολλανδία κ.α.).

Με τα δεδομένα αυτά, τα ρεκόρ που σημειώνονται τόσο στους δείκτες της Wall Street όσο και σε ευρωπαϊκούς δείκτες δεν αποτελούν έκπληξη. Λαμβανομένου ωστόσο υπόψη ότι οι συνθήκες ρευστότητας ελέω της χαλαρής νομισματικής πολιτικής είναι μέρος της εξήγησης της συνεχιζόμενης διοχέτευσης διαθεσίμων σε μετοχικούς τίτλους, από κοινού με το ειδικό βάρος που κατέχει μικρός αριθμός μετοχών που εκπροσωπούν εταιρείες με δεσπόζουσα θέση στους κλάδους τους (της υψηλής τεχνολογίας κυρίως). Ωστόσο, οι περισσότεροι διαχειριστές συνεχίζουν να ακολουθούν συντηρητικές στρατηγικές διακρατώντας υψηλά ρευστά διαθέσιμα καθώς θεωρούν ότι το επενδυτικό περιβάλλον εγκυμονεί σημαντικούς κινδύνους για το μέλλον.

Καταληκτικά, η χρονιά που έρχεται έχει τις προϋποθέσεις να είναι μια ακόμη χρονιά για την οποία θα καταγραφεί θετικός απολογισμός για το ελληνικό χρηματιστήριο. Στο βαθμό που η επίδραση των θετικών παραγόντων που έχουν ήδη δρομολογηθεί από το προηγούμενο έτος δεν ανατραπούν από εξωγενείς παράγοντες ή από «μαύρους κύκνους» του εξωτερικού περιβάλλοντος. Το βέβαιο είναι ότι η χρονιά θα είναι συναρπαστική όπως άλλωστε ήταν όλες οι περίοδοι που μεσολαβούσαν ανάμεσα σε διαδοχικά κύματα παγκοσμιοποίησης, όπως συμβαίνει στην παρούσα φάση μετά το 3ο κύμα της περιόδου 1990-2008 και ενόψει της κυοφορούμενης 4ης βιομηχανικής επανάστασης.



Sources: IMF for historical figures (2007-2017); Eurostat – European Commission for data starting from 2018

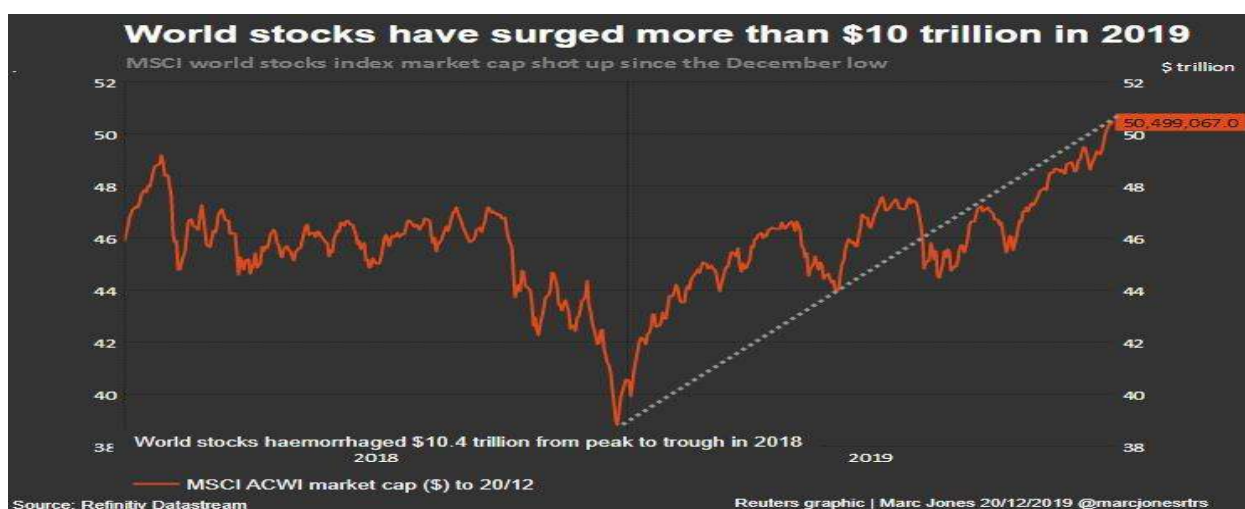
## Β. ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ

### Β1. Γενικές διαπιστώσεις – Απολογισμός

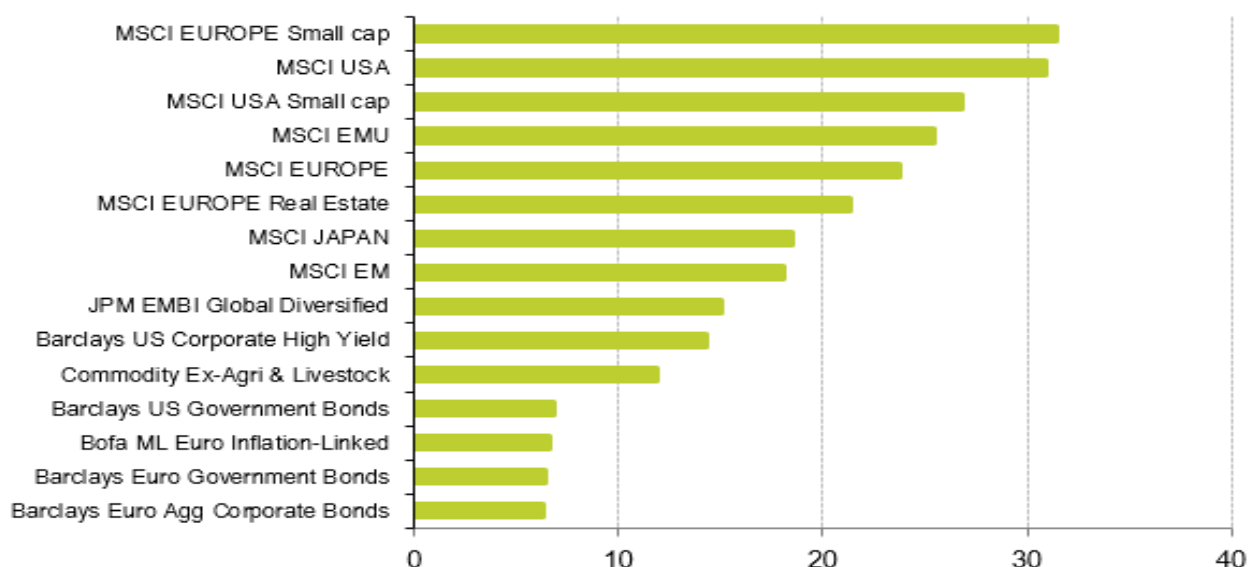
Η παγκόσμια οικονομία φέτος (2019) αναπτύχθηκε με τους πλέον αναιμικούς ρυθμούς από την εποχή της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, έχοντας να υπερκεράσει εμπόδια, όπως τις γεωπολιτικές εντάσεις, τους εμπορικούς πολέμους, τις πολιτικές εξελίξεις και μια διαρκή αβεβαιότητα.

Ο εμπορικός πόλεμος ΗΠΑ- Κίνας και η επιστροφή ενός παλιού όπλου αυτό των δασμών στο προσκήνιο έριξαν βαριά τη σκιά τους στο επιχειρηματικό-επενδυτικό κλίμα και την οικονομική δραστηριότητα παγκοσμίως. Σε ορισμένες περιπτώσεις, πρωτίστως στις ανεπτυγμένες οικονομίες και στην Κίνα, οι εξελίξεις αυτές συνέτειναν στην επιβράδυνση των οικονομιών, που ήδη βρισκόταν σε εξέλιξη.

Παρ' όλα αυτά οι διεθνείς μετοχικές αξίες κατέγραψαν εντυπωσιακές επιδόσεις.



### ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ 2019



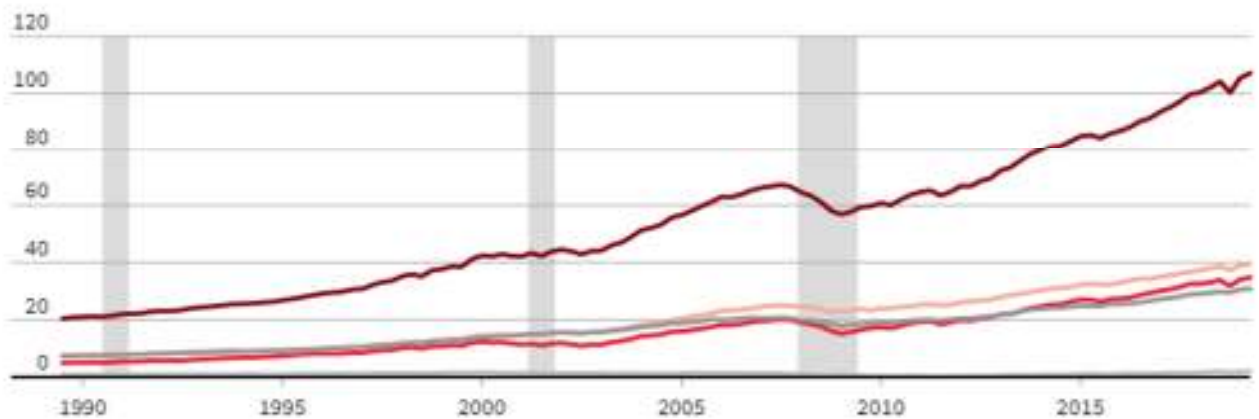
Επιπλέον πίεση προήλθε από τις χρόνιες διαρθρωτικές αδυναμίες στις αναδυόμενες οικονομίες όπως η Βραζιλία, η Ινδία, το Μεξικό και η Ρωσία. Η ραγδαία επιδείνωση των οικονομικών προοπτικών, συνδεδεμένη με την πιστωτική ασφυξία (στην Αργεντινή), τις γεωπολιτικές εντάσεις (στο Ιράν) και την κοινωνική αναταραχή (Βενεζουέλα, Χιλή, Λιβύη, Ιράν, Χονγκ Κονγκ), διαμαρτυρίες για τις επιπτώσεις

της κλιματικής αλλαγής αλλά και του όλο και πιο έντονα σκηνικού κοινωνικών οικονομικών ανισορροπιών, συμπληρώνουν μια ζοφερή εικόνα.

### NET WORTH IN TRILLIONS

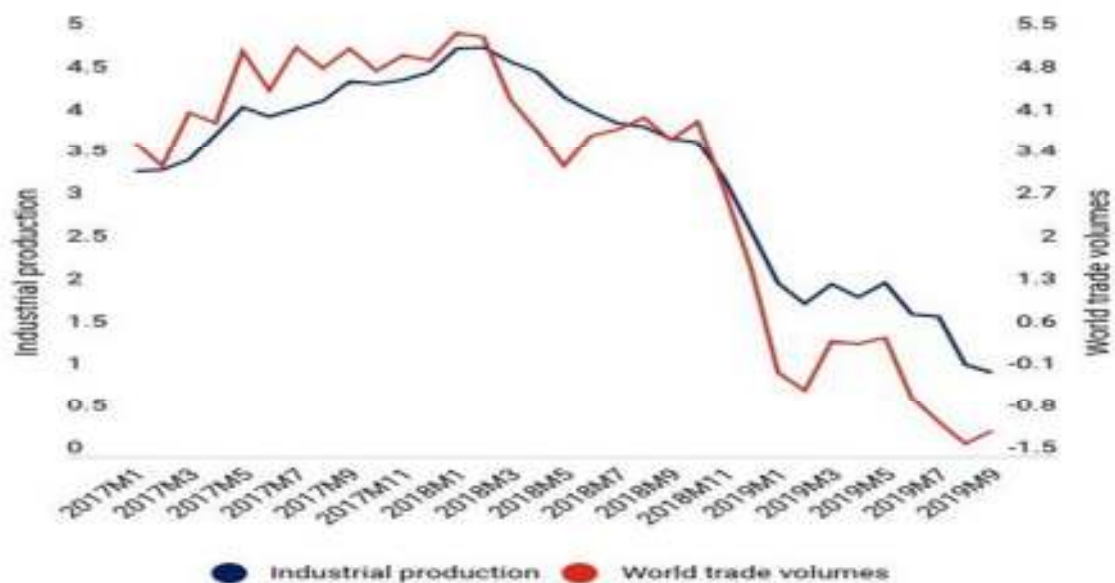
Rising asset prices have helped many, but gains at the bottom have been paltry.

— Bottom 50 — 50 to 90 — 90 to 99 — Top 1 percent — Total



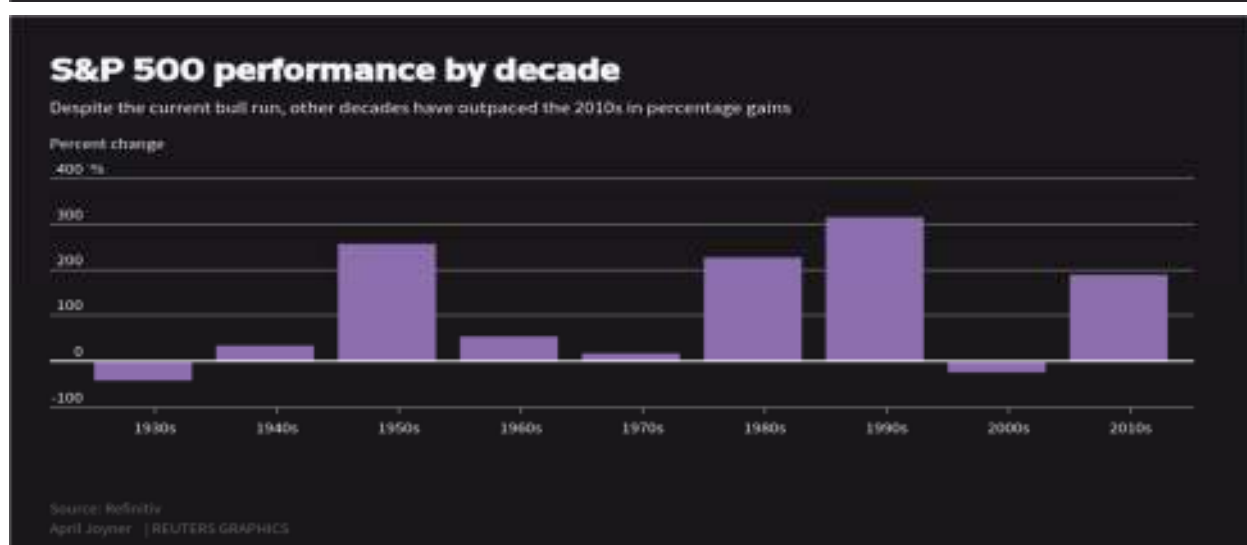
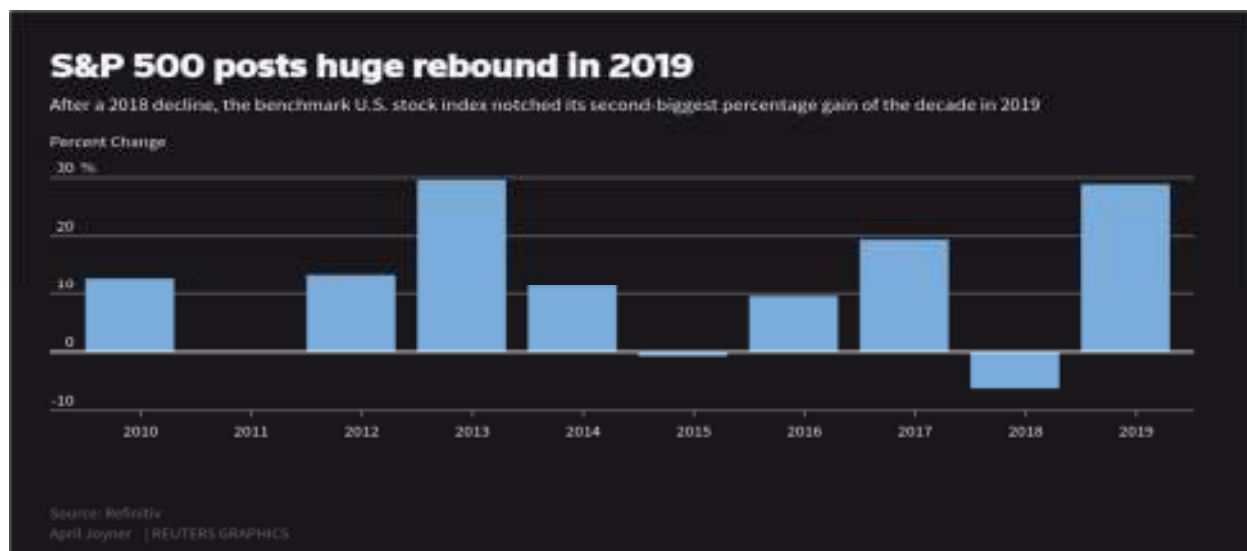
Μέσα σε ένα τέτοιο διεθνές οικονομικό περιβάλλον η επενδυτική δραστηριότητα και το διεθνές εμπόριο εμφάνισαν ανησυχητική κάμψη.

Over the past year, there has been a significant slowdown in global industrial activity and trade.  
(annual percent change)



Sources: CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis; Haver Analytics; and IMF

Οι αμερικανικές αγορές όμως, κόντρα σε όλες τις προβλέψεις, είχαν μια εντυπωσιακή χρονιά συνέχεια μιας ήδη μακροχρόνιας ανόδου.



Όταν μπήκε το 2019 τα μεγάλα ζητήματα ήταν η σειρά αυξήσεων των παρεμβατικών επιτοκίων από την Fed (τέσσερις το 2018), η συνεχιζόμενη διακοπή λειτουργίας της κυβέρνησης των ΗΠΑ (shutdown), η πτώση των χρηματιστηριακών αγορών του Δεκεμβρίου του 2018 (S&P 500: -9,2%, DJIA: -8,7%) , και ο εμπορικός πόλεμος μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας.

Οι αυξήσεις επιτοκίων της Fed το 2018 αντιστράφησαν εν μέρει, καθώς η αμερικανική κεντρική τράπεζα μείωσε τα παρεμβατικά της επιτόκια τρεις φορές το δεύτερο εξάμηνο του έτους.

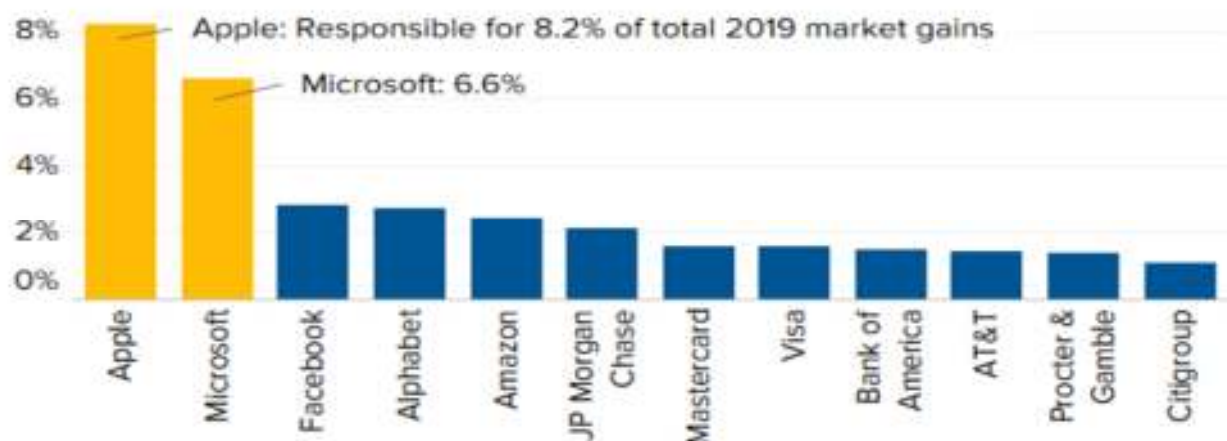
Η διακοπή λειτουργίας της κυβέρνησης των Ηνωμένων Πολιτειών για 35 ημέρες (shutdown), η οποία έληξε στις 25 Ιανουαρίου 2019, ήταν η μακροβιότερη διακοπή λειτουργίας της κυβέρνησης των ΗΠΑ στην ιστορία. Με πολλές ομοσπονδιακές υπηρεσίες κλειστές και ομοσπονδιακούς υπάλληλους σε όλη την χώρα να εργάζονται χωρίς αμοιβή, το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κογκρέσου εκτίμησε ότι η διακοπή προξένησε τελικώς οικονομική ζημία 11 δισ. δολαρίων. Τα σκαμπανεβάσματα των εμπορικών διαπραγματεύσεων μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας είχαν σαν αποτέλεσμα οι παγκόσμιες χρηματιστηριακές αγορές να κινούνται σαν το «τρενάκι του τρόμου» όλο το χρόνο.



Όμως στο τέλος του έτους οι ΗΠΑ έφτασαν στη λεγόμενη εμπορική συμφωνία «Φάση 1» με την Κίνα, η οποία μειώνει ορισμένους από τους δασμούς που επιβλήθηκαν τους τελευταίους 18 μήνες και σταματά την επιβολή νέων, που θα ετίθεντο σε ισχύ στις 15 Δεκεμβρίου 2019. Από την πλευρά της, η Κίνα συμφώνησε να αγοράσει περισσότερα αμερικανικά, κυρίως γεωργικά, προϊόντα.

Ενώ η συμφωνία συμβάλλει στη μείωση της παγκόσμιας ανησυχίας γύρω από τις αυξανόμενες εμπορικές εντάσεις, δεν αντιμετωπίζει σημαντικά θέματα, όπως αυτά γύρω από την τεχνολογία και τα δικαιώματα πνευματικής ιδιοκτησίας. Όμως, οι αγορές μετοχών ανταποκρίθηκαν θετικά στις ειδήσεις, ανεβαίνοντας σε νέα ιστορικά υψηλά επίπεδα με αντίστοιχη σημαντική μείωση της μεταβλητότητας.

#### Apple and Microsoft accounted for 14.8% of 2019 S&P 500 gains

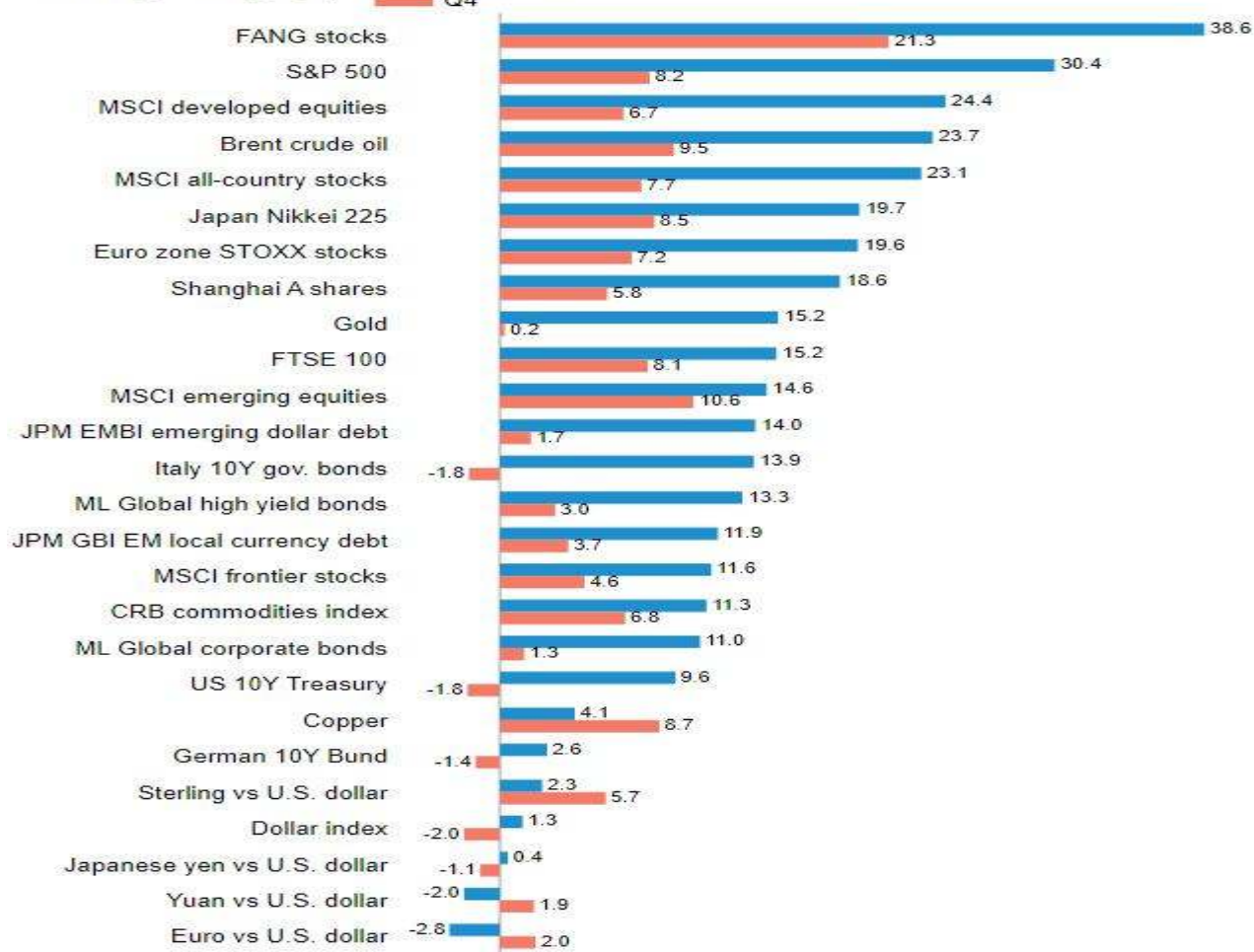


SOURCE: S&P Dow Jones Indices. Data as of market close Friday, December 27, 2019.

Στη Wall Street ο βιομηχανικός δείκτης Dow Jones ενισχύθηκε κατά 25% καταγράφοντας νέα ρεκόρ, ενώ ο ευρύτερος S&P 500 αυξήθηκε κατά 30% όπως και ο τεχνολογικός Nasdaq κατά σχεδόν 40%. Στον υπόλοιπο πλανήτη ο FTSE 100 στο Λονδίνο κατέγραψε ρεκόρ, όπως και ο Dax στη Γερμανία και ο CAC στη Γαλλία. Στην περιοχή της Ασίας-Ειρηνικού, ο Nikkei ενισχύθηκε κατά 15%.

## Global market asset performance

Percentage change (\$):



Source: Refinitiv Datastream, data to 19/12/2019

@marcjonesrtrs @ReutersGraphics

Αλλά καμία από τις οικονομίες αυτών των χωρών, με εξαίρεση τις ΗΠΑ, δεν είναι σε ιδιαίτερα καλή κατάσταση. Παρόλα αυτά όμως οι χρηματιστηριακές αγορές τους υποστηρίζονται από τα εξαιρετικά χαμηλά κόστη δανεισμού.



Ενώ ιστορικά η ανακοίνωση αδύναμων οικονομικών στοιχείων επιδεινώνει τις τιμές των μετοχών, τώρα τις στέλνει προς τα πάνω, επειδή οι επενδυτές αναμένουν περισσότερες παρεμβάσεις από τις κεντρικές τράπεζες. Οι επενδυτές έχοντας πάρει τα διδάγματα των τελευταίων 10 ετών, έχουν συνηθίσει να αναμένουν από τις κεντρικές τράπεζες να ενεργούν με την παραμικρή ένδειξη οικονομικής δυσπραγίας. Όμως τα διοικητικά στελέχη των εταιριών (CEOs) δεν συμμερίζονται αυτή την αισιοδοξία.



Οι κυβερνήσεις από την πλευρά τους αποκηρύσσουν όλο και περισσότερο την παλαιά οικονομική διαχείριση, αφήνοντάς την στις κεντρικές τράπεζες των οποίων τα μόνα εργαλεία είναι να μειώνουν τα παρεμβατικά επιτόκια ή να εισαγάγουν συστήματα δημιουργίας νέου χρήματος όπως τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης. Αυτό το νέο χρήμα όμως δεν προσέφερε πολλά για να αναζωογονήσει τις μεγάλες δυτικές οικονομίες. Αντιθέτως το μόνο που κατάφερε ήταν να πλημμυρίσει τις χρηματαγορές με μετρητά, ενισχύοντας τις τιμές των περιουσιακών στοιχείων όπως τις μετοχές και τα ομόλογα, μειώνοντας όμως συγχρόνως τα κόστη δανεισμού των επιχειρήσεων αλλά και των κρατών. Το κρατικό χρέος παρ' όλα αυτά κινείται στα υψηλότερα επίπεδα από το β' Παγκόσμιο Πόλεμο.

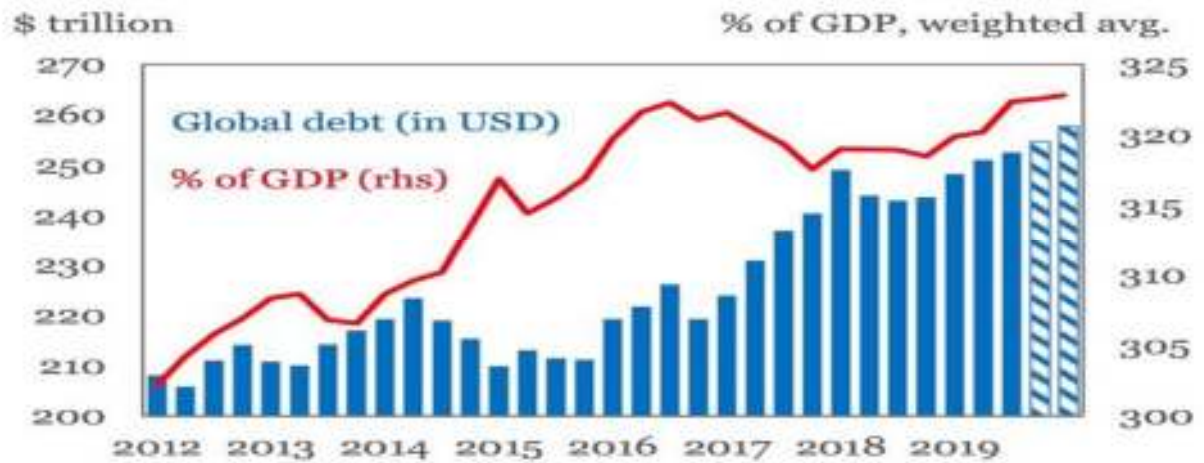
## Global debt at its highest levels in peacetime

Median debt to GDP percentage of a 12-country sample\*



\*includes US, Netherlands, Japan, Germany, France, UK, Italy, Australia, Canada, Spain, Switzerland and Sweden  
Source: Deutsche Bank

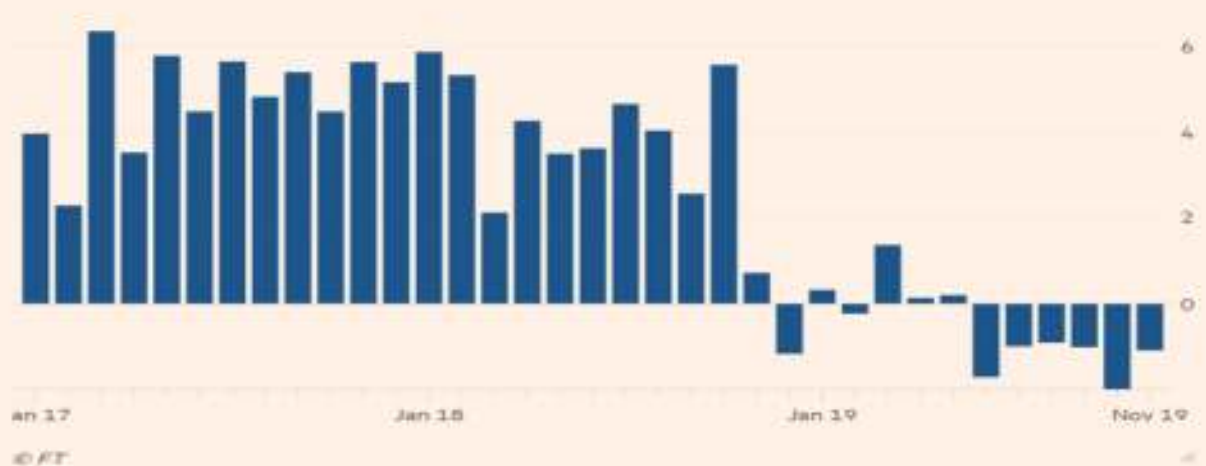
## Chart 1: Global debt hits a fresh record of 322% of GDP



Source: IIF, BIS, IMF

## Global trade volume continued to contract

Annual % change

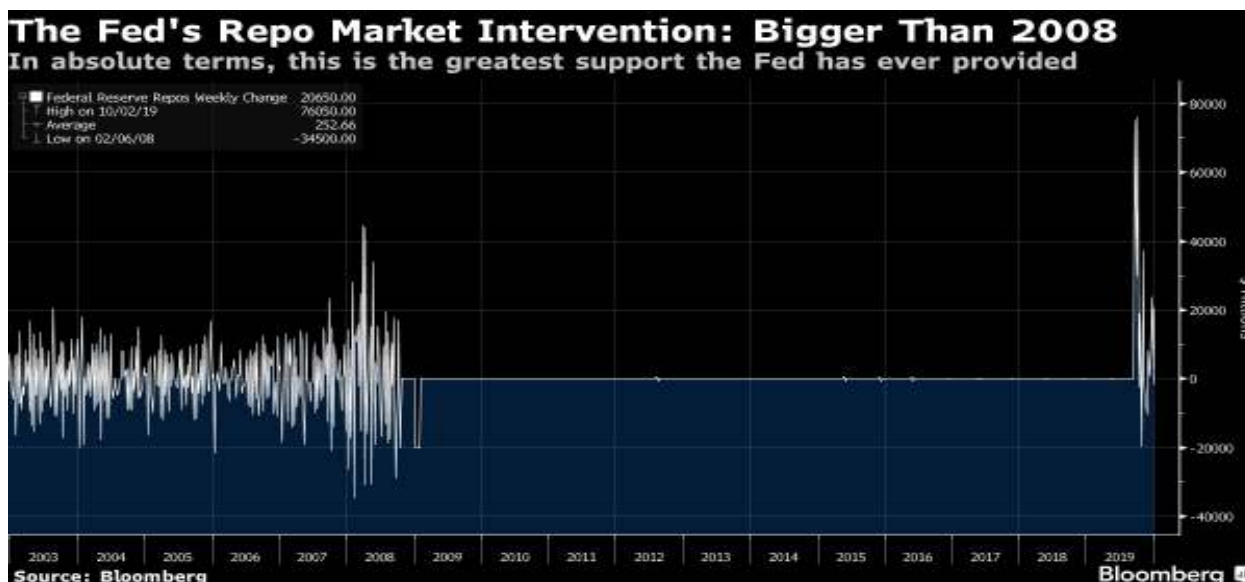


## ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΚΑΕΤΙΑΣ



Η νομισματική πολιτική της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, η οποία εφαρμόστηκε για πρώτη φορά ως έκτακτη αντίδραση στην παγκόσμια οικονομική κρίση του 2008-09, είναι τώρα πλέον το οικονομικό πρότυπο, κάτι που μπορεί να δει κανείς τόσο στις αγορές του Ηνωμένου Βασιλείου, της Ευρώπης και της Ιαπωνίας, αλλά και στον αναδυόμενο κόσμο όπως την Ινδία, για παράδειγμα. Οι αναφορές για παράδειγμα αυτό το μήνα από τον κυβερνήτη της κεντρικής τράπεζας της Ινδίας ότι θα μπορούσε να υπάρξει περισσότερη νομισματική χαλάρωση μέσα στο επόμενο έτος έστειλε το χρηματιστήριο σε νέο υψηλό. Ταυτόχρονα όμως, η οικονομική ανάπτυξη της Ινδίας είναι η ασθενέστερη τα έξι τελευταία χρόνια, εν μέσω κοινωνικής αναταραχής.

Επίσης η πρόσφατη απόφαση της Fed να ενισχύσει με επιπλέον 500 δισ. δολάρια την αγορά repo συνετέλεσε αποφασιστικά στην ακόμη πιο έντονη άνοδο των αγορών. Μέχρι το τέλος Ιανουαρίου 2020 ο ισολογισμός της Fed θα έχει ξεπεράσει το ύψος του προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης "QE" που ξεκίνησε αμέσως μετά την παγκόσμια οικονομική κρίση το 2008.

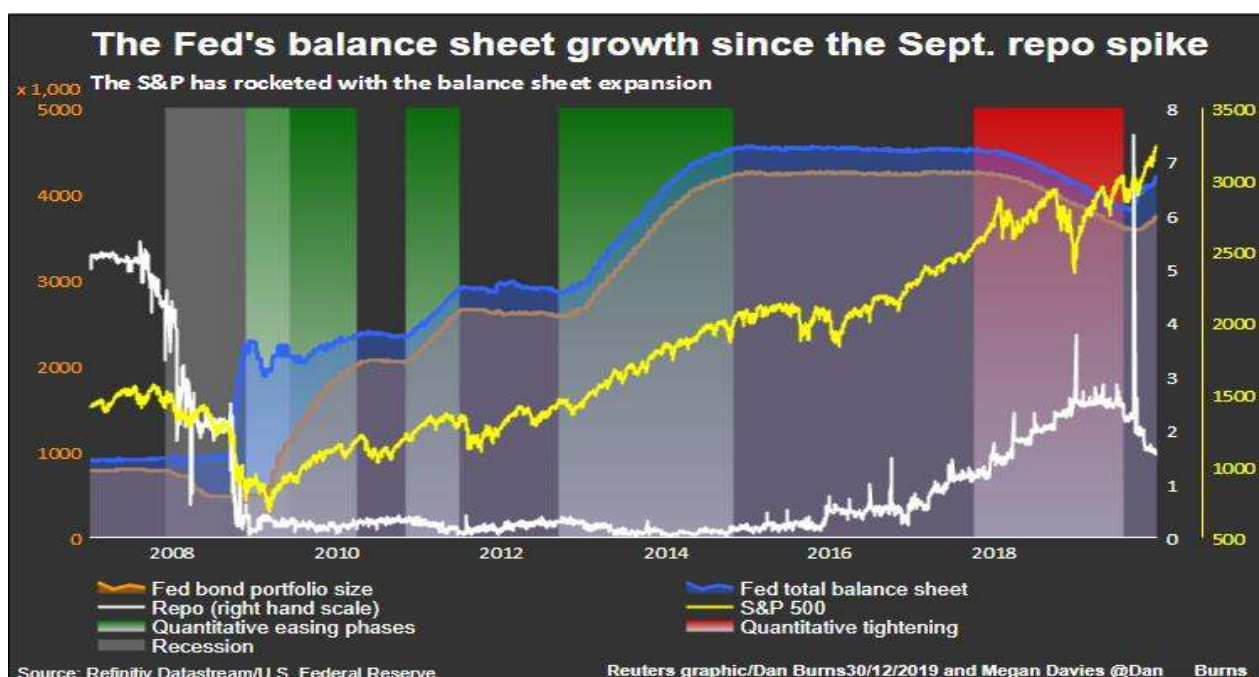
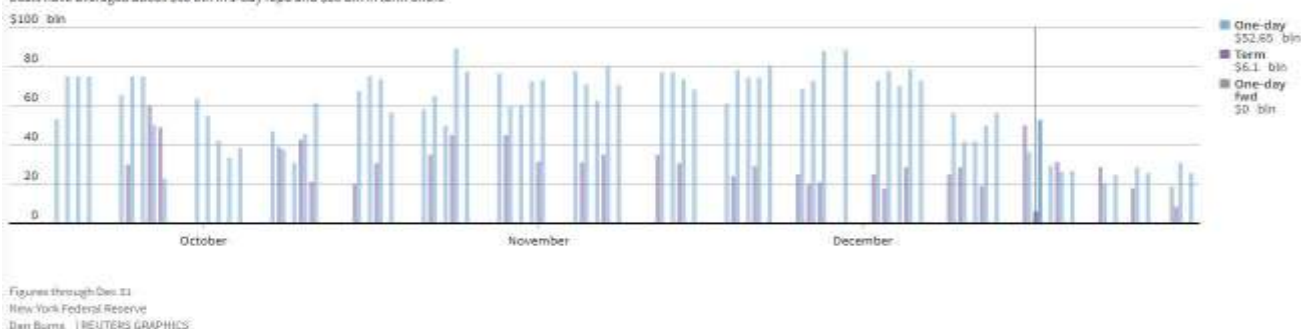


## The Fed dives into the repo market

Since mid-September, the Fed has injected an average of about \$50 billion a day to grease the wheels of short-term financing markets. In total, more than \$5.25 trillion of liquidity has been provided by the central bank to ensure the plumbing of the financial system does not seize up.

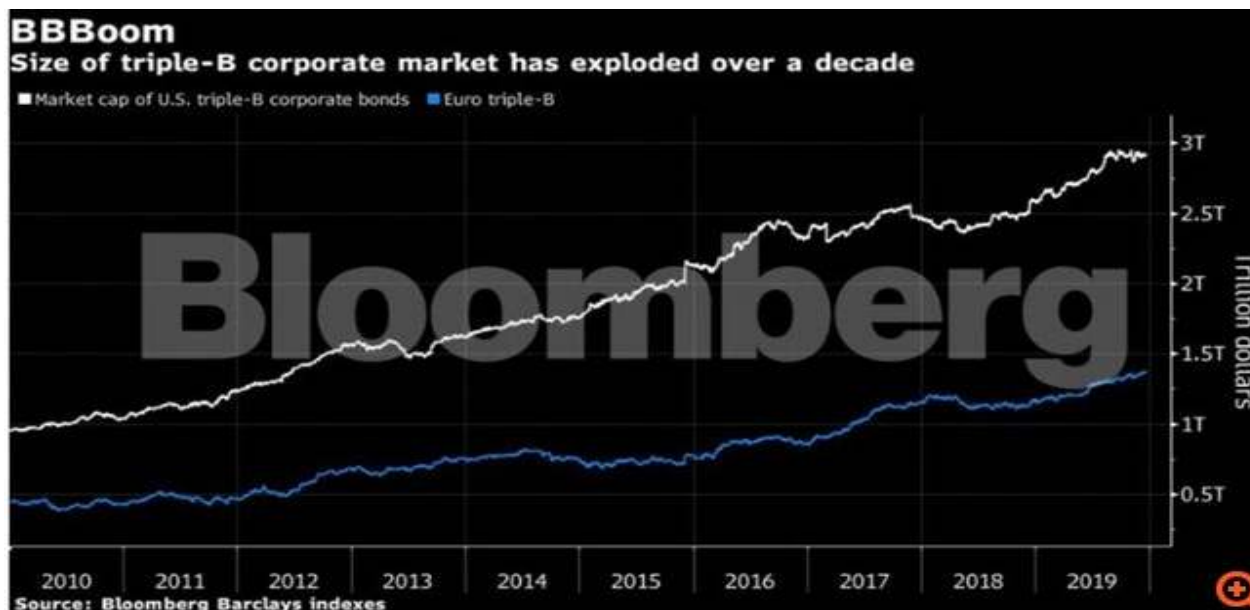
### OVERNIGHT AND TERM REPO DEALS

Deals have averaged about \$60 bln in 1-day repo and \$30 bln in term offers.



Πλέον οι επενδυτές αναμένουν να δουν κάποια πραγματική βελτίωση στην παγκόσμια οικονομία. Αλλά πολλοί παρά ταύτα συμφωνούν ότι η πολιτική των κεντρικών τραπεζών έχει γίνει ολοένα και πιο αναποτελεσματική και βρίσκεται κοντά στο να εξαντληθεί το 2020. Χρειάζεται επομένως και οι κυβερνήσεις να σχεδιάσουν και να χρηματοδοτήσουν εκτεταμένα προγράμματα δαπανών.

Το ερώτημα είναι εάν χρειάζεται μια νέα μεγάλη οικονομική κρίση ώστε να πειστούν οι κυβερνήσεις να ξεκινήσουν να δαπανούν και εάν οι αγορές θα δώσουν ξανά την αφορμή. Η νέα κρίση αυτή τη φορά θα μπορούσε να προέλθει από το εταιρικό χρέος το οποίο κινείται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα.



Σημαντικό γεγονός την χρονιά που μόλις ολοκληρώθηκε ήταν η ευρεία νίκη που εξασφάλισε το Συντηρητικό Κόμμα στις βρετανικές εκλογές τον Δεκέμβριο, απομακρύνοντας την απειλή εθνικοποίησης για ορισμένες εταιρείες κοινής ωφελείας όπως είχε ανακοινώσει ο ηγέτης των Εργατικών. Ο κλάδος των υπηρεσιών κοινής ωφελείας σημείωσε άνοδο 6% στο χρηματιστήριο του Λονδίνου μετά το αποτέλεσμα των εκλογών.

Επιπλέον, οι εκλογές σήμαιναν ότι το Ηνωμένο Βασίλειο θα μπορούσε να περάσει νομοσχέδιο αποχώρησης από την Ευρωπαϊκή Ένωση, ενεργοποιώντας μια μεταβατική περίοδο μέχρι το τέλος του 2020. Το εκλογικό αποτέλεσμα συνέβαλε στην ισχυρή άνοδο τόσο των μετοχών όσο και της στερλίνας.

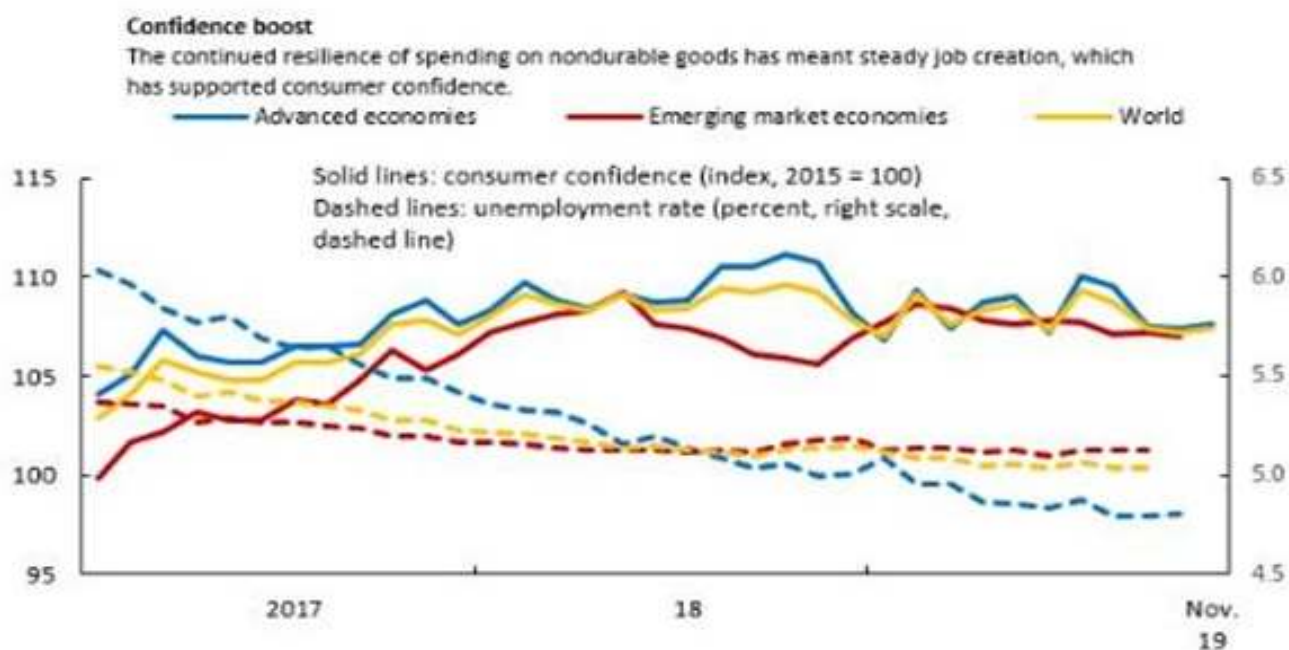
Τέλος αξιοσημείωτο γεγονός τη χρονιά που μόλις ολοκληρώθηκε ήταν οι αλλαγές προσώπων στις κεντρικές τράπεζες με την ανάληψη της προεδρίας της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) από την Christine Lagarde αντικαθιστώντας τον άκρως επιτυχημένο Mario Draghi καθώς και τον Andrew Bailey που ανακοινώθηκε ως διάδοχος του Mark Carney στην Τράπεζα της Αγγλίας.

## B2 Παγκόσμιες προοπτικές

Οι κεντρικές τράπεζες αναμένεται να οδηγήσουν τις εξελίξεις και το 2020. Είναι σαφές ότι οι κεντρικές τράπεζες εξακολουθούν να στηρίζουν την τόνωση της οικονομίας μέσω της νομισματικής τους πολιτικής. Η οικονομική αβεβαιότητα όμως είναι πιθανό να συνεχίσει να επηρεάζει τις κεφαλαιουχικές δαπάνες και μένει να φανεί αν αυτό θα επηρεάσει την ανεργία και κατ' επέκταση την κατανάλωση των νοικοκυριών, η οποία στήριξε την οικονομική μεγέθυνση όλα τα προηγούμενα χρόνια. Για το νέο έτος αναμένεται συνολική οικονομική παγκόσμια ανάπτυξη περίπου στο 3%.



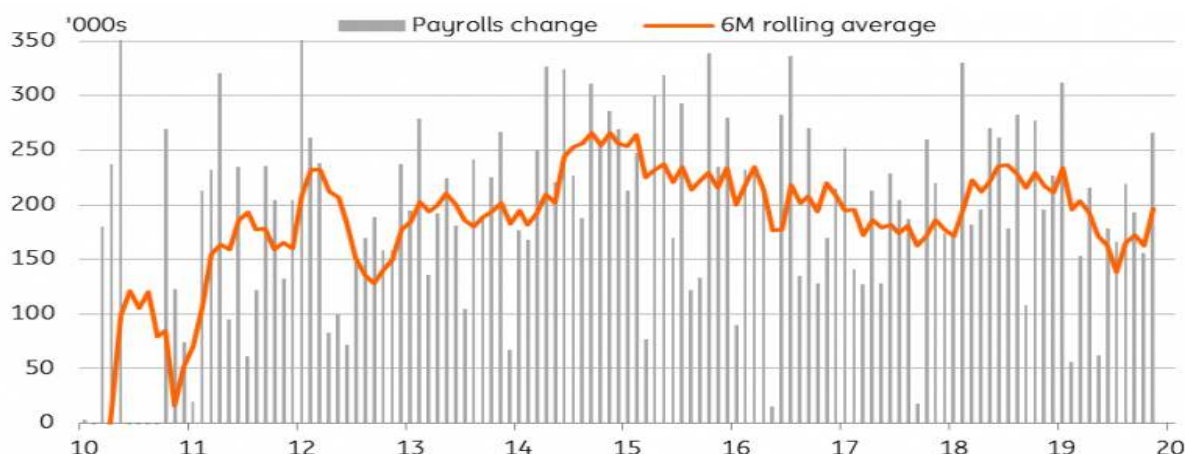
Note: As of Nov 2019. PMI refers to Purchasing Managers index for manufacturing sector, a measure for economic activity. Source: Haver Analytics, RBC GAM



Sources: Haver Analytics; and IMF staff calculations.

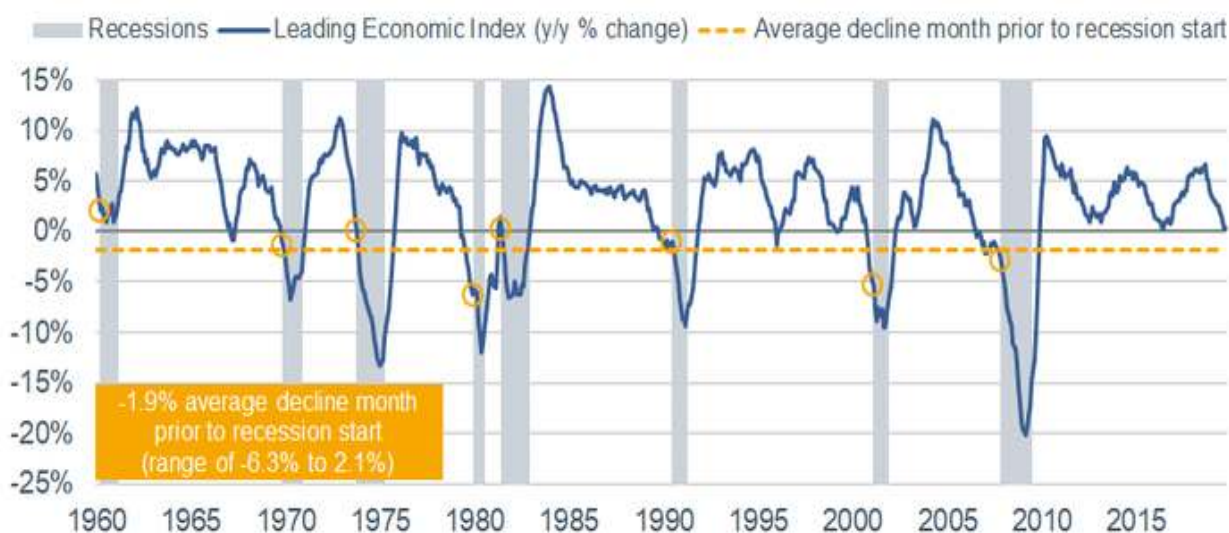
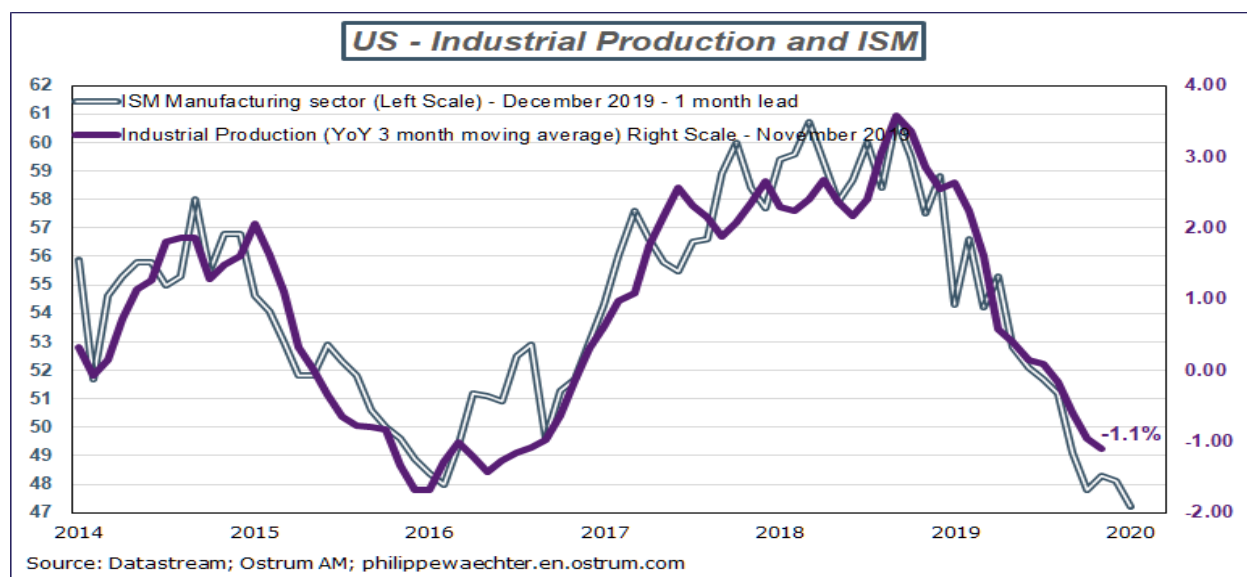
## B2.1. Προοπτικές τῶν ΗΠΑ

Αναμένεται συνέχιση της ανάπτυξης όμως οι οικονομικοί κύκλοι συνήθως τείνουν να τελειώνουν με λάθη οικονομικής πολιτικής και οι κίνδυνοι αυτοί έχουν αυξηθεί. Ωστόσο, η βασική μας υπόθεση είναι ότι ο συνδυασμός οικονομικών πολιτικών από τη FED καθώς και η Σινοαμερικανική συμφωνία για το εμπόριο θα στηρίξουν την αμερικανική οικονομία.



Εκτιμάται ότι τόσο η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ όσο και οι κεντρικές τράπεζες παγκοσμίως θα παράσχουν επιπρόσθετη ρευστότητα, αν απαιτηθεί, για να στηρίξουν την οικονομική ανάπτυξη. Επομένως, οι πιθανότητες ύφεσης το 2020 παραμένουν σχετικά χαμηλές. Η αύξηση του ΑΕΠ των ΗΠΑ για το νέο έτος υπολογίζεται να κινηθεί στο 2%.

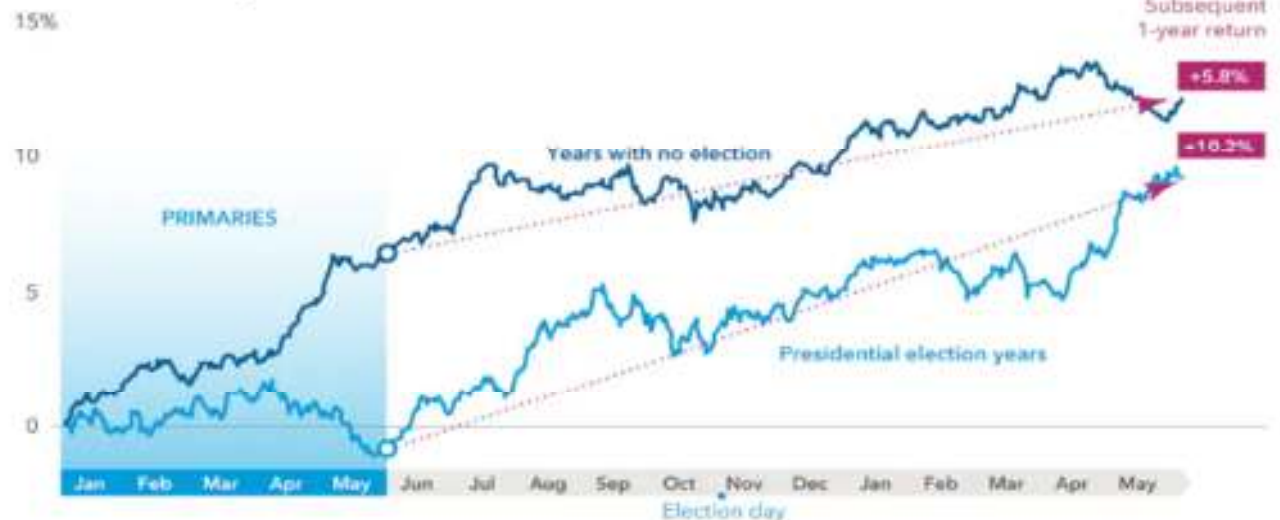
Βέβαια αρκετοί είναι οι δείκτες που δεν παρουσιάζουν ειδυλλιακή εικόνα για την οικονομία των ΗΠΑ κάτι που θα πρέπει να προσέξουν ιδιαίτερα οι επενδυτές.



Πολύ σημαντικό γεγονός για την νέα χρονιά είναι οι προεδρικές εκλογές στις ΗΠΑ (3 Νοεμβρίου) που συνήθως δημιουργούν συνθήκες υψηλής μεταβλητότητας στα χρηματιστήρια. Το όνομα του υποψηφίου των Δημοκρατικών θα ενισχύσει πιθανώς και εκείνο την μεταβλητότητα αυτή.

### Volatility during primaries is often followed by strong returns

S&P 500 Index average cumulative returns since 1932



Sources: Capital Group, RIMES, Standard & Poor's. Includes all daily price returns from 1/1/32-11/30/19. Years without an election exclude all years with either a presidential or midterm election. Subsequent one-year return calculation begins on May 31 each year, a proxy for the end of primaries. Standard & Poor's 500 Composite Index is a market capitalization-weighted index based on the results of approximately 500 widely held common stocks.

Τέλος, η κερδοφορία των αμερικανικών εισηγμένων εταιριών είναι αυτή τελικώς που θα καθορίσει την τάση των αμερικανικών δεικτών το νέο έτος.

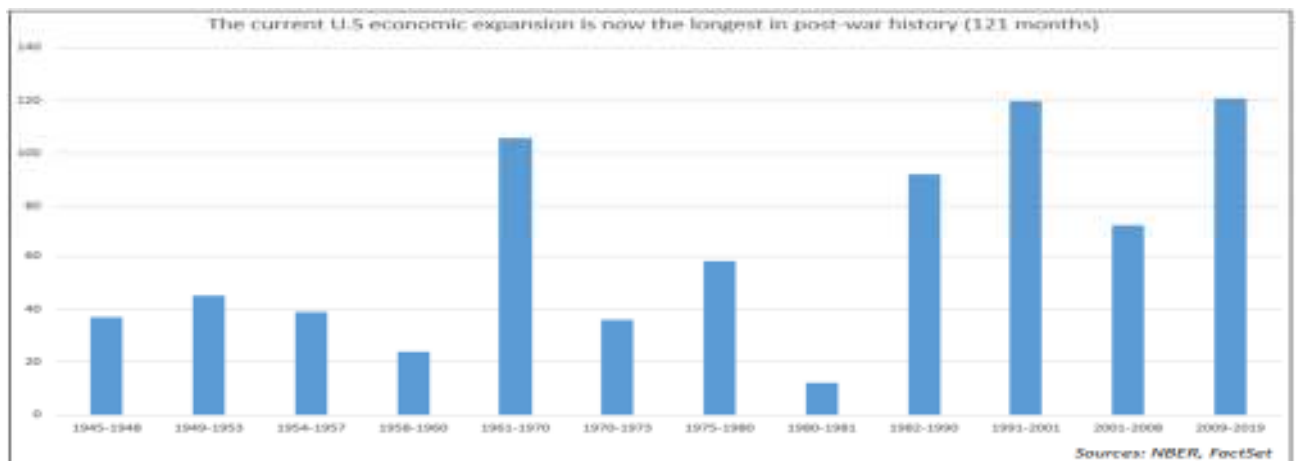
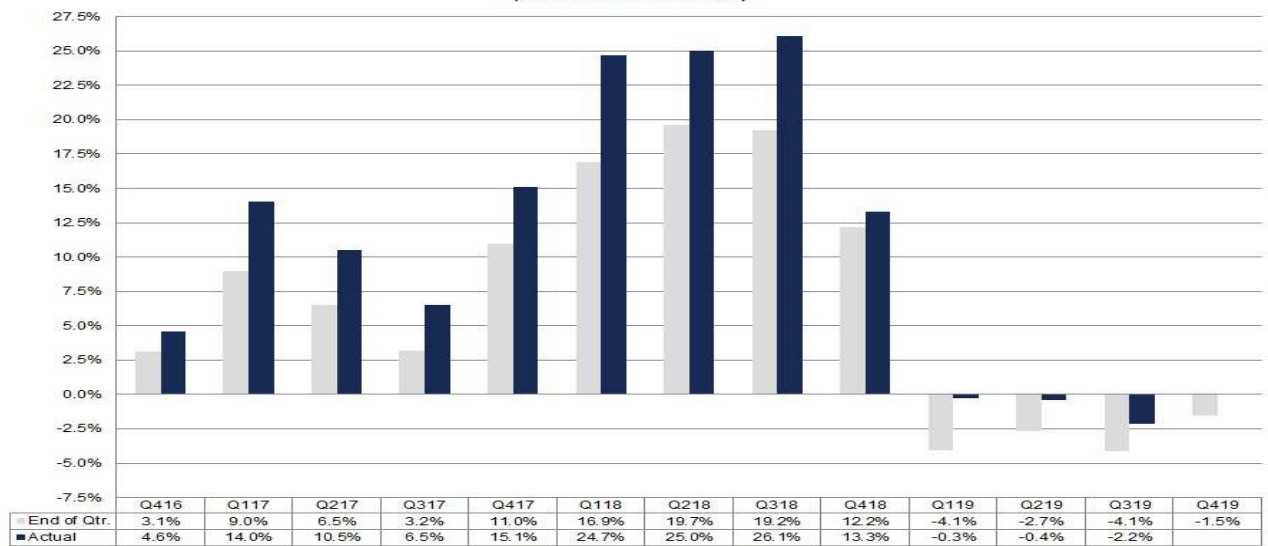
### S&P 500 Index

12-month trailing earnings per share



Note: As of Nov. 29, 2019. Estimate is based on a consensus of industry analysts' bottom-up expectations. Source: Thomson Reuters.

### S&P 500 Earnings Growth: End of Qtr. Estimate vs. Actual (Source: FactSet)



## Scaling Heights

Forward P/E for the S&P 500 is at the highest level of the bull market



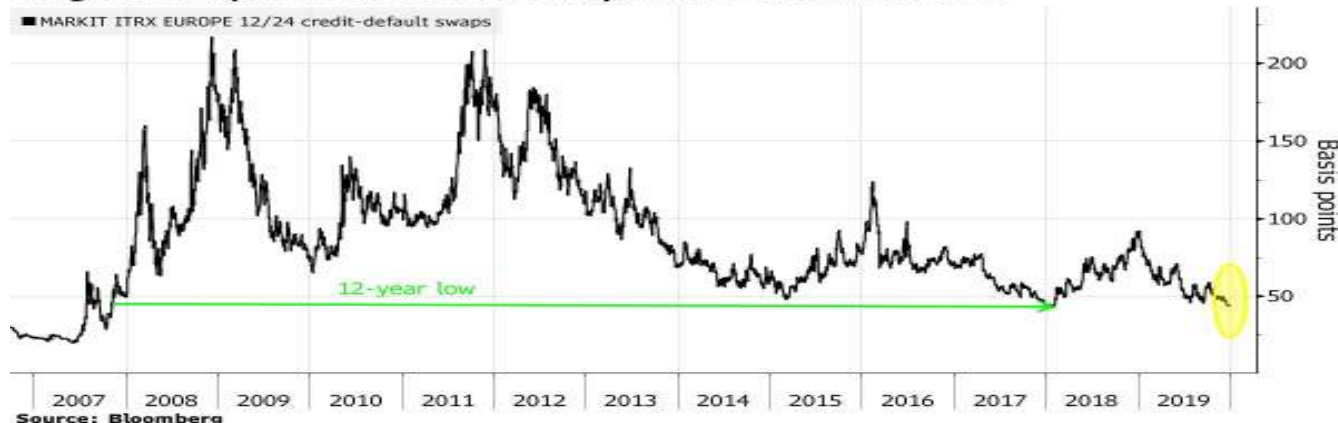
## B2.2. Προοπτικές της Ευρω ζώνης

Πιστεύουμε ότι η αδυναμία του ευρωπαϊκού μεταποιητικού τομέα που καθ' όλη τη διάρκεια του προηγούμενου έτους ήταν εμφανής είναι πιθανό να βελτιωθεί μετά τη συμφωνία ΗΠΑ-Κίνας. Αναμένουμε ότι η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) υπό την Κ. Λαγκάρντ θα παραμείνει υποστηρικτική και το 2020, συνεχίζοντας το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης και, πιθανόν, μειώνοντας ξανά τα επιτόκια.

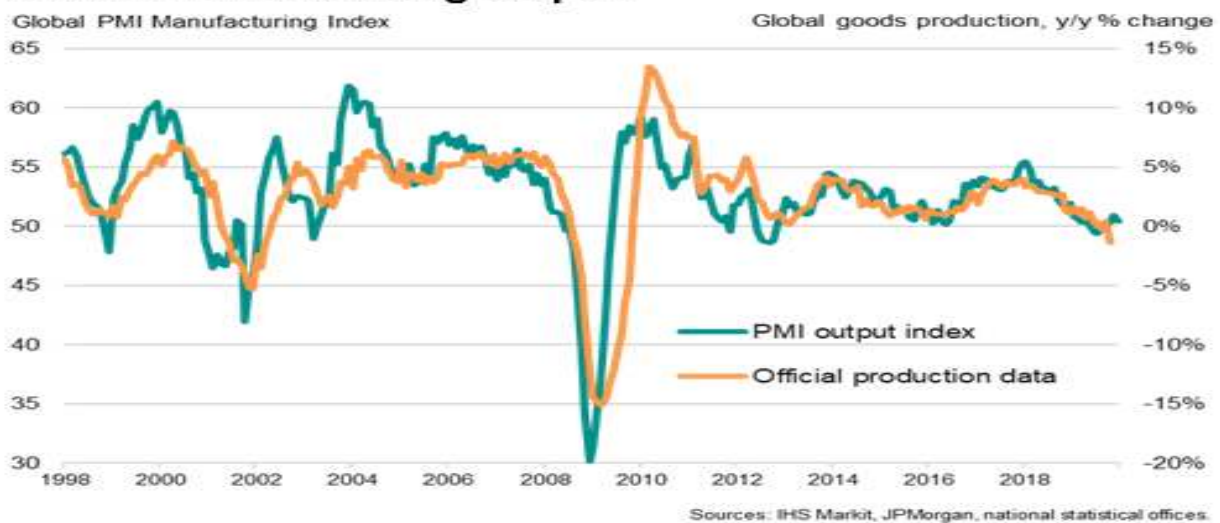
Επιπλέον, εάν οι κυβερνήσεις ειδικά η Γερμανία, φανούν απρόθυμες να προσφέρουν δημοσιονομικά κίνητρα, τότε θα μπορούσαμε να δούμε την ΕΚΤ να διερευνά ακόμη και πιο πειραματικά νομισματικά εργαλεία ειδικά μετά την ανάληψη των καθηκόντων της από την κα. Λαγκάρντ. Ωστόσο, αυτό δεν θα είναι κάτι εύκολο να εγκριθεί. Ως εκ τούτου, η περαιτέρω χρήση ακραίων μέτρων νομισματικής πολιτικής ενδέχεται να μην είναι δυνατή χωρίς την ύπαρξη χαμηλής ανάπτυξης ή άμεσου κινδύνου ύφεσης. Αναμένεται λοιπόν οικονομική ανάπτυξη της τάξης του 1-1,3% ή και λιγότερο για την ευρωζώνη το 2020 παρά τα ήδη πολύ χαμηλά έως και αρνητικά επιτόκια δανεισμού εταιριών και κρατών.

## Investment-Grade Confidence

Gauge of European credit-default swaps near lowest since 2007



## Global manufacturing output



### B2.3 Προοπτικές για την Ιαπωνία

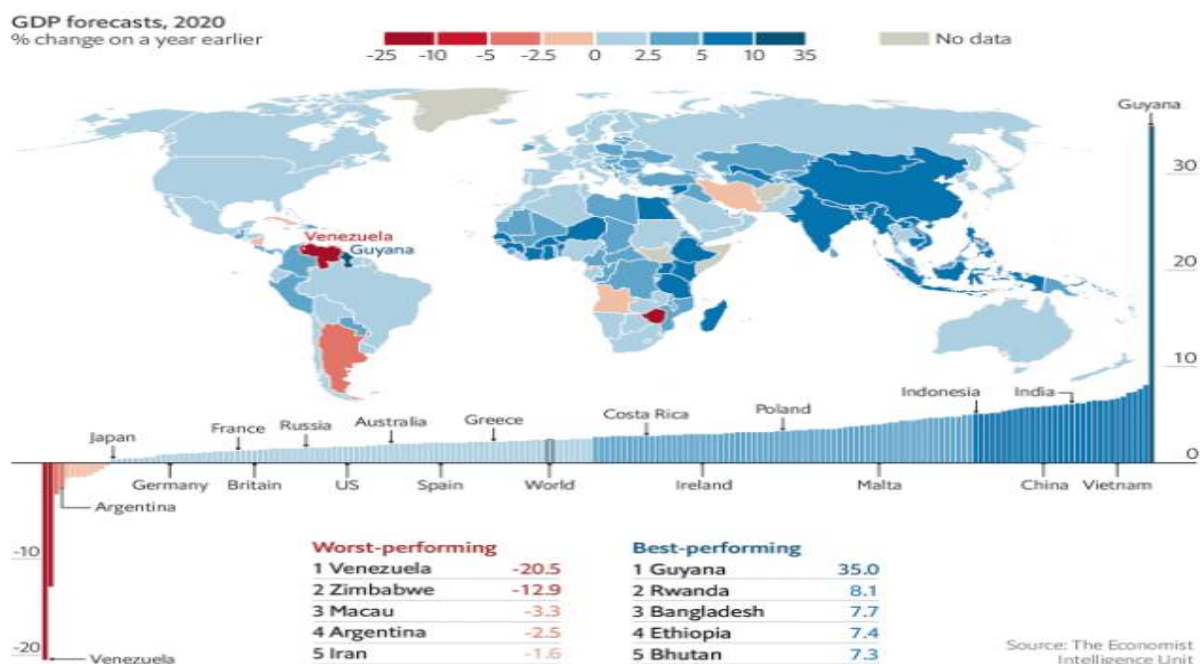
Αναμένεται ότι η ιαπωνική οικονομία θα σταθεροποιηθεί στις αρχές του 2020 μετά την επιβράδυνση του τέταρτου τριμήνου το 2019 εξαιτίας του νέου φόρου κατανάλωσης. Στη συνέχεια αναμένεται ότι η οικονομία θα επιταχυνθεί με μέτριο ρυθμό. Πιστεύεται ότι η αυξημένη φορολογική επιβάρυνση θα επιβραδύνει την κατανάλωση, αν και ο αντίκτυπος θα πρέπει να είναι πολύ μικρότερος από ό, τι είδαμε με την αύξηση του φόρου κατανάλωσης το 2014.

Πιστεύεται τέλος ότι η ιαπωνική κυβέρνηση είναι πιθανό να δρομολογήσει μια νέα ευνοϊκή φορολογική πολιτική για τόνωση της οικονομίας ενώ και οι Ολυμπιακοί Αγώνες του Τόκιο θα αυξήσουν τον τουρισμό και θα συμβάλουν στην τόνωση της οικονομικής ανάπτυξης. Δεν αναμένεται από την Τράπεζα της Ιαπωνίας (BOJ) να μεταβάλει την πολιτική της εκτός και εάν το γιέν ενισχυθεί σημαντικά. Για φέτος προβλέπεται αύξηση του ΑΕΠ της Ιαπωνίας περίπου στο 0,5%.

### B2.3 Προοπτικές της Κίνας

Η οικονομική ανάπτυξη της Κίνας επιβραδύνθηκε περαιτέρω το 2019, αλλά τα θεμελιώδη στοιχεία παραμένουν σταθερά καθώς συνεχίζεται η μετάβαση σε μια οικονομία που θα βασίζεται στην κατανάλωση και στις υπηρεσίες. Η αγορά ακινήτων της Κίνας εξακολουθεί να είναι ισχυρή και είναι πιθανό ότι θα συνεχιστεί η ισχυρή αύξηση των επενδύσεων. Αναμένεται περαιτέρω υποχώρηση του γουάν το οποίο θα στηρίζει την οικονομική ανάπτυξη.

Άλλοι θετικοί καταλύτες περιλαμβάνουν νέα μέτρα δημοσιονομικής τόνωσης που θα ενισχύσουν τις επενδύσεις καθώς και η προσδοκία ότι θα υπάρξει σταθεροποίηση στο μέτωπο των εμπορικών πολέμων. Αλλά ανεξάρτητα από το αν η εμπορική σύγκρουση μεταξύ ΗΠΑ και Κίνας επανέλθει γρήγορα, πιστεύεται ότι η Κίνα θα χρησιμοποιήσει τα δημοσιονομικά και νομισματικά εργαλεία που απαιτούνται για να στηρίξει την οικονομία της. Αναμένεται τέλος ότι η αύξηση του ΑΕΠ της Κίνας το 2020 να κινηθεί περίπου στο 5,9% έως 6,1%.



### B3. Προβλέψεις πορείας των περιουσιακών στοιχείων (Assets)

Όπως αναφέρθηκε προηγουμένως, αναμένουμε συνέχιση της ισχύουσας νομισματικής πολιτικής από τις κεντρικές τράπεζες και άμβλυνση των εμπορικών σχέσεων. Εκ τούτου, είμαστε αισιόδοχοι για τις κεφαλαιαγορές.

#### B3.1 Μετοχές

Εκτιμάται ότι το περιβάλλον χαλαρής νομισματικής πολιτικής θα εξακολουθήσει να υποστηρίζει τις μετοχές και το 2020. Ωστόσο, πιστεύουμε ότι οι επενδυτές θα πρέπει να είναι πιο επιλεκτικοί. Οι αποτιμήσεις πολλών εταιρών δεν κρίνονται πλέον ευκαιρίες επενδυτικά, ειδικά όσον αφορά τις αμερικανικές μετοχές. Οι αποτιμήσεις όμως συχνά δεν ήταν αξιόπιστος δείκτης για την απόδοση των μετοχών βραχυπρόθεσμα.

Επιπλέον, πιστεύουμε ότι τα χαμηλότερα επιτόκια και ο χαμηλός πληθωρισμός κάνουν τις μετοχές πιο ελκυστικές. Επίσης, το δολάριο έχει αποδυναμωθεί πρόσφατα λόγω πολιτικών "ποσοτικής χαλάρωσης" κάτι που αναμένεται να συνεχιστεί. Αυτό θα πρέπει να είναι θετικό για τις μετοχές των ΗΠΑ. Ως εκ τούτου, είμαστε ουδέτεροι (neutral) για τις μετοχές των ΗΠΑ ενώ οι επενδυτές θα πρέπει να αναμένουν μεγαλύτερη μεταβλητότητα κατά το επόμενο έτος.

Είμαστε θετικοί για τις ευρωπαϊκές μετοχές. Οι αποτιμήσεις είναι γενικά ελκυστικές, αλλά δεν έχουμε δει ακόμα σημάδια ότι η οικονομία της ευρωζώνης έχει φτάσει σε σημείο αντιστροφής του πτωτικού ρυθμού αύξησης του ΑΕΠ.

Είμαστε αρνητικοί (bearish) στις μετοχές του Ηνωμένου Βασιλείου κυρίως λόγω του Brexit ενώ είμαστε θετικοί για τις ιαπωνικές μετοχές δεδομένου ότι διαπραγματεύονται σε σχετικά χαμηλές αποτιμήσεις.

Συνολικά, είμαστε θετικοί στις μετοχές των αναδυόμενων αγορών καθώς η αναζήτηση αποδόσεων από τους επενδυτές μπορεί να τους οδηγήσει σε μετοχές των αναδυόμενων αγορών των οποίων οι αποτιμήσεις θεωρούνται ιδιαίτερα ικανοποιητικές με σημαντικές μερισματικές αποδόσεις.

Οι ασιατικές αναδυόμενες αγορές ενδεχομένως να επωφεληθούν από δημοσιονομικές κινήσεις τόσο από την Κίνα όσο και την Ινδία. Οι κινεζικές μετοχές ειδικότερα θα πρέπει να επωφεληθούν από την κινεζική απελευθέρωση των χρηματοπιστωτικών υπηρεσιών αλλά και την αυξανόμενη στάθμισή τους στους δείκτες MSCI.

## B3.2. Ομόλογα

Συνεχίζουμε να είμαστε αρνητικοί ( bearish) σε κρατικά ομόλογα αναπτυγμένων χωρών, με εξαίρεση τις Ηνωμένες Πολιτείες τα οποία προσφέρουν ακόμη καλές αποδόσεις (yield).

Προτιμούμε αντιθέτως τα κρατικά ομόλογα αναδυόμενων χωρών, δεδομένων των υψηλότερων αποδόσεων.

Γενικότερα θεωρούμε ότι η αγορά σταθερού εισοδήματος (ομόλογα) και ειδικότερα του εταιρικού χρέους αποτελεί εν δυνάμει παράγοντα αποσταθεροποίησης της παγκόσμιας οικονομίας και κινδύνου ύφεσης.

## B2.3 Εναλλακτικές Επενδύσεις

Μεταξύ των εναλλακτικών περιουσιακών στοιχείων, είμαστε θετικοί στις επενδύσεις στην ακίνητη περιουσία (real estate, REITs), λόγω των σχετικά υψηλών αποδόσεων της όντας μέσα σε ένα περιβάλλον χαμηλών αποδόσεων. Η αγορά real estate της ευρωζώνης και των αναδυόμενων αγορών προτιμάται έναντι αυτής του Ηνωμένου Βασιλείου μέχρι να επιλυθεί οριστικώς το ζήτημα του Brexit.

### B2.3.1 Χρυσός

Είμαστε θετικοί στο χρυσό. Ο χρυσός αποδίδει κατά κανόνα καλύτερα σε περιόδους ύφεσης, πληθωρισμού ή ρευστού οικονομικού περιβάλλοντος. Τίποτα από όλα αυτά δεν μπορεί να αποκλεισθεί για το νέο έτος.

Τα πρόσφατα σημάδια σταθεροποίησης των προοπτικών παγκόσμιας ανάπτυξης και η αποκλιμάκωση των εμπορικών εντάσεων κατέστησαν την αγορά χρυσού λιγότερο ελκυστική. Ωστόσο, παραμένουμε στην άποψη ότι τα πραγματικά επιτόκια (real rates) των ΗΠΑ θα συνεχίσουν να στηρίζουν την τιμή του χρυσού, δεδομένης της ευνοϊκής νομισματικής πολιτικής της FED και των ανησυχιών για το ομοσπονδιακό έλλειμμα των ΗΠΑ.

Οι φόβοι για επικείμενη αμερικανική ύφεση έχουν υποχωρήσει τους τελευταίους μήνες, ενώ η παγκόσμια ανάπτυξη έχει δείξει σημεία σταθεροποίησης, οι εμπορικές εντάσεις έχουν μειωθεί κάπως και οι παγκόσμιες αποδόσεις έχουν ανακάμψει. Ως εκ τούτου, η ανάγκη ασφάλισης υπό μορφή χρυσού έχει προς το παρόν μειωθεί.

CHART 1: GOLD PRICE AND US 10-YEAR REAL RATES



CHART 3: CENTRAL BANK DEMAND FOR GOLD



Η ζήτηση για χρυσό είναι πιθανό να παραμείνει ισχυρή και το νέο έτος. Προβλέπεται περαιτέρω υποχώρηση της παγκόσμιας ανάπτυξης το 2020 και κυρίως μείωση της ανάπτυξης των ΗΠΑ μετά το πρώτο εξάμηνο. Ο χρυσός θα πρέπει επίσης να επωφεληθεί από μια (μέτρια) πτώση του δολαρίου ΗΠΑ. Κατά συνέπεια, η λογική της κατοχής χρυσού στα χαρτοφυλάκια ως αντιστάθμισης κινδύνου ενδέχεται να παραμείνει ισχυρή και το 2020.

Από καθαροί πωλητές την περίοδο προ κρίσης οι κεντρικές τράπεζες έχουν γίνει πλέον καθαροί αγοραστές χρυσού. Αυτή η τάση είναι ιδιαίτερα εμφανής στις αναπτυσσόμενες χώρες, οι κεντρικές τράπεζες των οποίων έχουν λιγότερα αποθέματα χρυσού από αυτές των προηγμένων οικονομιών. Επομένως δεν θα αποτελέσει έκπληξη το να δούμε την τιμή του χρυσού ακόμη και πάνω από τα 1650 δολάρια ανά ουγκιά σε δώδεκα μήνες. Το ίδιο θετικοί είμαστε και για το ασήμι.

### B2.3.2. Μετρητά

Δεδομένου ότι οι αγορές χαρακτηρίζονται από μεγάλη μεταβλητότητα και η οποία εκτιμάται ότι θα συνεχισθεί και το νέο έτος, η κατοχή επαρκών μετρητών επιτρέπει στους επενδυτές να επωφεληθούν από τις ευκαιρίες που δημιουργούνται.

### B2.3.3 Πετρέλαιο

Οι χώρες εκτός ΟΠΕΚ αύξησαν σημαντικά το μερίδιό τους στη συνολική παγκόσμια παραγωγή πετρελαίου το 2019 ενώ οι αποφάσεις για μείωση της παραγωγής κατά 1,2 mbd συν οι κρίσεις στο Ιράν, τη Βενεζουέλα, τη Λιβύη, τη Συρία και την Αγκόλα σήμαιναν την κατάρρευση της προσφοράς του ΟΠΕΚ το 2019. Η αυξημένη παραγωγή πετρελαίου οφειλόταν σε μεγάλο βαθμό στην αύξηση στις ΗΠΑ. Ενώ η αύξηση της παραγωγής πετρελαίου από σχιστολιθικό πετρέλαιο στις ΗΠΑ είναι πιθανό να μετριαστεί το επόμενο έτος, είναι απίθανο να καταρρεύσει και οι ΗΠΑ είναι πιθανό να παραμείνουν ο μεγαλύτερος παραγωγός πετρελαίου στον κόσμο.

Συνεπώς, η παραγωγή των ΗΠΑ θα συνεχίσει να έχει αντίκτυπο στην παγκόσμια ισορροπία προσφοράς-ζήτησης πετρελαίου. Στις 6 Δεκεμβρίου 2019 ο ΟΠΕΚ+ αποφάσισε να επεκτείνει τις περικοπές της παραγωγής από 1.2mbd σε 1.7mbd, με ισχύ από την 1η Ιανουαρίου 2020, ενώ η Σαουδική Αραβία δεσμεύτηκε για επιπλέον εθελούσιες περικοπές ύψους 0.4mbd. Αυτές οι περικοπές εκτιμάται ότι θα παρέχουν μόνο περιορισμένη στήριξη στις τιμές του πετρελαίου και, σε κάθε περίπτωση, θα αναθεωρηθούν ξανά τον επόμενο Μάρτιο. Η συνοχή του ΟΠΕΚ + (κυρίως η δέσμευση της Ρωσίας για περικοπές στην παραγωγή) είναι πιθανόν να δοκιμαστεί από τον κίνδυνο απώλειας μεριδίου αγοράς σε παραγωγούς εκτός ΟΠΕΚ + (ΗΠΑ).

Επιπλέον, τα νέα σημεία άντλησης πετρελαίου από μέλη εκτός ΟΠΕΚ, ιδίως στη Βραζιλία, τη Νορβηγία και τη Γουιάννα, αναμένεται να αποδώσουν επιπλέον 1,4 δις. mbd το 2020. Διαμορφώνεται επομένως κίνδυνος υπερπροσφοράς οπότε τιμές άνω των 65δολ/βαρ. δεν προβλέπονται. Υπάρχει όμως κίνδυνος να αυξηθούν οι τιμές του πετρελαίου κυρίως λόγω γεωπολιτικών εντάσεων, ιδίως μεταξύ Σαουδικής Αραβίας και Ιράν. Ωστόσο, ο κύριος παράγοντας που θα μπορούσε να οδηγήσει σε διαρκώς υψηλότερες τιμές πετρελαίου είναι μια αλλαγή στην περιβαλλοντική πολιτική των ΗΠΑ μετά τις προεδρικές εκλογές του Νοεμβρίου. Σε ένα εναλλακτικό σενάριο που χαρακτηρίζεται από σημαντική αύξηση του ασφαλιστικού κινδύνου (λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων ή της προοπτικής αλλαγών στην περιβαλλοντική πολιτική των ΗΠΑ), το Brent θα μπορούσε να φτάσει τα 65-70 USD μέχρι το τέλος του 2020.

CHART 1: OPEC AND NON-OPEC PRODUCTION

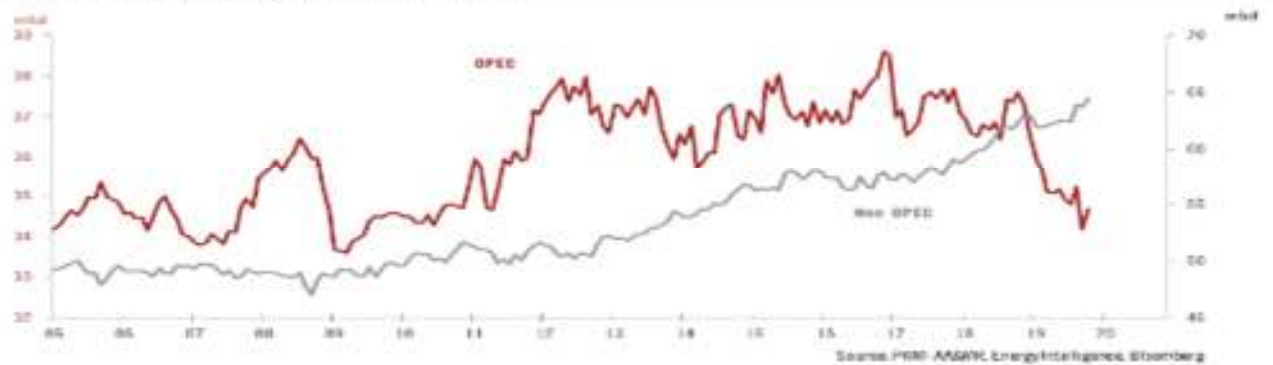


CHART 6: US GROSS OIL TOTAL IMPORTS

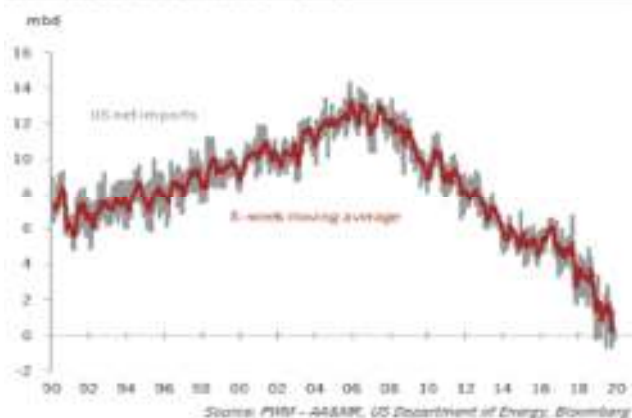
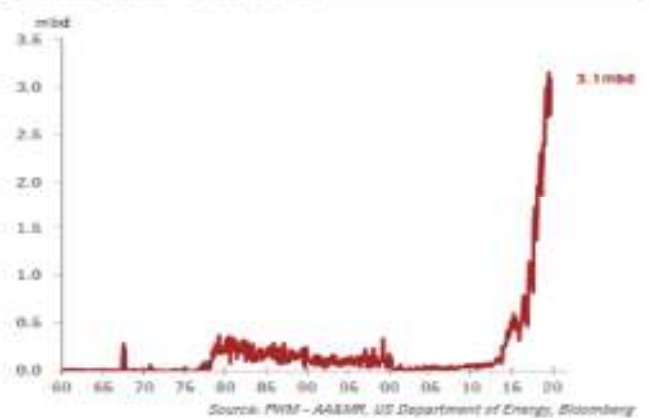


CHART 7: US EXPORTS OF CRUDE OIL



# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

## ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΔΝΤ

|                                                              | Average<br>2001–10 | 2011       | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016       | 2017       | 2018       | Projections |            |            |
|--------------------------------------------------------------|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|------------|------------|
| <b>World</b>                                                 | <b>3.9</b>         | <b>4.3</b> | <b>3.9</b> | <b>3.5</b> | <b>2.6</b> | <b>3.5</b> | <b>3.4</b> | <b>3.8</b> | <b>3.8</b> | <b>3.9</b>  | <b>3.4</b> | <b>3.8</b> |
| <b>Advanced Economies</b>                                    | <b>1.7</b>         | <b>1.7</b> | <b>1.2</b> | <b>1.4</b> | <b>2.1</b> | <b>2.3</b> | <b>1.7</b> | <b>2.5</b> | <b>2.3</b> | <b>1.7</b>  | <b>1.7</b> | <b>1.8</b> |
| United States                                                | 1.7                | 1.8        | 2.2        | 1.8        | 2.5        | 2.9        | 1.8        | 2.4        | 2.9        | 2.4         | 2.1        | 1.8        |
| Euro Area                                                    | 1.2                | 1.8        | -0.9       | -0.3       | 1.4        | 2.1        | 1.9        | 2.5        | 1.9        | 1.2         | 1.4        | 1.3        |
| Japan                                                        | 0.6                | -0.1       | 1.5        | 2.8        | 8.4        | 1.2        | 0.6        | 1.9        | 0.8        | 0.9         | 0.5        | 0.5        |
| Other Advanced Economies <sup>1</sup>                        | 2.8                | 3.0        | 2.0        | 2.4        | 2.9        | 2.1        | 2.1        | 2.7        | 2.2        | 1.5         | 1.8        | 2.1        |
| <b>Emerging Market and Developing Economies</b>              | <b>6.2</b>         | <b>6.4</b> | <b>5.4</b> | <b>5.1</b> | <b>4.7</b> | <b>4.3</b> | <b>4.6</b> | <b>4.8</b> | <b>4.5</b> | <b>3.9</b>  | <b>4.6</b> | <b>4.8</b> |
| <b>Regional Groups</b>                                       |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| Emerging and Developing Asia                                 | 8.5                | 7.9        | 7.0        | 6.9        | 6.8        | 6.8        | 6.7        | 6.6        | 6.4        | 5.9         | 6.0        | 6.0        |
| Emerging and Developing Europe                               | 4.4                | 5.8        | 3.0        | 3.1        | 1.9        | 0.8        | 1.8        | 3.9        | 3.1        | 1.8         | 2.5        | 2.5        |
| Latin America and the Caribbean                              | 3.2                | 4.5        | 2.9        | 2.9        | 1.3        | 0.3        | -0.6       | 1.2        | 1.0        | 0.2         | 1.8        | 2.7        |
| Middle East and Central Asia                                 | 5.3                | 4.6        | 4.9        | 3.0        | 3.1        | 2.6        | 5.0        | 2.3        | 1.9        | 0.9         | 2.9        | 3.3        |
| Sub-Saharan Africa                                           | 5.9                | 5.3        | 4.7        | 5.2        | 5.1        | 3.1        | 1.4        | 3.0        | 3.2        | 3.2         | 3.8        | 4.2        |
| <b>Analytical Groups</b>                                     |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| <b>By Source of Export Earnings</b>                          |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| Fuel                                                         | 5.5                | 5.2        | 5.0        | 2.8        | 3.2        | 0.3        | 2.2        | 0.9        | 0.8        | -0.3        | 2.6        | 2.1        |
| Nonfuel                                                      | 6.4                | 6.7        | 5.4        | 5.7        | 5.3        | 5.2        | 5.1        | 5.6        | 5.3        | 4.7         | 5.8        | 5.3        |
| Of Which, Primary Products                                   | 4.2                | 4.9        | 2.5        | 4.1        | 2.2        | 2.9        | 1.7        | 2.8        | 1.8        | 1.2         | 2.4        | 3.5        |
| <b>By External Financing Source</b>                          |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| Net Debtor Economies                                         | 5.1                | 5.3        | 4.4        | 4.7        | 4.5        | 4.1        | 4.1        | 4.8        | 4.6        | 4.8         | 4.6        | 5.1        |
| <b>Net Debtor Economies by<br/>Debt-Servicing Experience</b> |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| Economies with Arrears and/or<br>Rescheduling during 2014–18 | 5.0                | 2.5        | 1.9        | 3.0        | 2.0        | 0.4        | 2.3        | 2.8        | 3.4        | 3.4         | 4.6        | 4.8        |
| <b>Other Groups</b>                                          |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| European Union                                               | 1.6                | 1.8        | -0.4       | 0.3        | 1.9        | 2.5        | 2.1        | 2.8        | 2.2        | 1.5         | 1.6        | 1.5        |
| Low-Income Developing Countries                              | 6.5                | 5.3        | 4.7        | 6.0        | 6.0        | 4.5        | 3.6        | 4.7        | 5.0        | 5.8         | 5.1        | 5.5        |
| Middle East and North Africa                                 | 5.0                | 4.4        | 4.9        | 2.4        | 2.7        | 2.4        | 5.4        | 1.8        | 1.1        | 0.1         | 2.7        | 2.9        |
| <b>Memorandum</b>                                            |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| <b>Median Growth Rate</b>                                    |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| Advanced Economies                                           | 2.2                | 1.9        | 1.0        | 1.4        | 2.5        | 2.2        | 2.4        | 3.0        | 2.7        | 1.8         | 1.8        | 1.7        |
| Emerging Market and Developing Economies                     | 4.6                | 4.7        | 4.2        | 4.1        | 3.8        | 3.3        | 3.2        | 3.5        | 3.5        | 3.2         | 3.5        | 3.5        |
| Low-Income Developing Countries                              | 5.3                | 6.0        | 5.1        | 5.2        | 5.4        | 3.9        | 4.2        | 4.5        | 4.0        | 5.9         | 5.6        | 4.8        |
| <b>Output per Capita<sup>2</sup></b>                         |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| Advanced Economies                                           | 1.1                | 1.2        | 0.7        | 0.9        | 1.6        | 1.8        | 1.2        | 2.0        | 1.8        | 1.3         | 1.3        | 1.2        |
| Emerging Market and Developing Economies                     | 4.6                | 4.8        | 3.6        | 3.6        | 3.2        | 2.8        | 3.1        | 3.3        | 3.2        | 2.5         | 3.3        | 3.5        |
| Low-Income Developing Countries                              | 3.8                | 3.6        | 1.7        | 3.6        | 3.7        | 1.9        | 1.2        | 2.4        | 2.8        | 2.7         | 2.9        | 3.2        |
| <b>World Growth Rate Based on Market<br/>Exchange Rates</b>  | <b>2.6</b>         | <b>3.1</b> | <b>2.5</b> | <b>2.6</b> | <b>2.8</b> | <b>2.8</b> | <b>2.6</b> | <b>3.2</b> | <b>3.1</b> | <b>2.5</b>  | <b>2.7</b> | <b>2.9</b> |
| <b>Value of World Output (billions of US dollars)</b>        |                    |            |            |            |            |            |            |            |            |             |            |            |
| At Market Exchange Rates                                     | 49,881             | 73,312     | 74,600     | 76,842     | 78,044     | 74,779     | 75,824     | 80,262     | 84,030     | 86,509      | 90,526     | 111,569    |
| At Purchasing Power Parities                                 | 70,721             | 95,143     | 100,020    | 105,216    | 110,903    | 115,799    | 120,832    | 127,783    | 135,436    | 141,860     | 149,534    | 186,158    |

<sup>1</sup>Real GDP.

<sup>2</sup>Excludes the United States, euro area countries, and Japan.

<sup>3</sup>Output per capita is in international currency at purchasing power parity.

|                                       | Average |      |      |      |      |       |      |      |      | Projections |      |      | Fourth Quarter <sup>2</sup> |         |         |
|---------------------------------------|---------|------|------|------|------|-------|------|------|------|-------------|------|------|-----------------------------|---------|---------|
|                                       | 2001-10 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016 | 2017 | 2018 | 2019        | 2020 | 2024 | 2018:Q4                     | 2019:Q4 | 2020:Q4 |
| Real GDP                              |         |      |      |      |      |       |      |      |      |             |      |      |                             |         |         |
| Advanced Economies                    | 1.7     | 1.7  | 1.2  | 1.4  | 2.1  | 2.3   | 1.7  | 2.5  | 2.3  | 1.7         | 1.7  | 1.8  | 1.8                         | 1.8     | 1.8     |
| United States                         | 1.7     | 1.6  | 2.2  | 1.8  | 2.5  | 2.9   | 1.6  | 2.4  | 2.9  | 2.4         | 2.1  | 1.6  | 2.5                         | 2.4     | 2.0     |
| Euro Area                             | 1.2     | 1.6  | -0.9 | -0.3 | 1.4  | 2.1   | 1.9  | 2.5  | 1.9  | 1.2         | 1.4  | 1.3  | 1.2                         | 1.0     | 1.8     |
| Germany                               | 0.9     | 3.9  | 0.4  | 0.4  | 2.2  | 1.7   | 2.2  | 2.5  | 1.5  | 0.5         | 1.2  | 1.2  | 0.6                         | 0.4     | 1.3     |
| France                                | 1.3     | 2.2  | 0.3  | 0.6  | 1.0  | 1.1   | 1.1  | 2.3  | 1.7  | 1.2         | 1.3  | 1.4  | 1.2                         | 1.0     | 1.3     |
| Italy                                 | 0.3     | 0.6  | -2.8 | -1.7 | 0.1  | 0.9   | 1.1  | 1.7  | 0.9  | 0.0         | 0.5  | 0.6  | 0.0                         | 0.2     | 1.0     |
| Spain                                 | 2.2     | -1.0 | -2.9 | -1.7 | 1.4  | 3.6   | 3.2  | 3.0  | 2.6  | 2.2         | 1.8  | 1.6  | 2.3                         | 2.0     | 1.8     |
| Netherlands                           | 1.4     | 1.5  | -1.0 | -0.1 | 1.4  | 2.0   | 2.2  | 2.9  | 2.6  | 1.8         | 1.6  | 1.5  | 2.1                         | 1.7     | 1.8     |
| Belgium                               | 1.6     | 1.8  | 0.2  | 0.2  | 1.3  | 1.7   | 1.5  | 1.7  | 1.4  | 1.2         | 1.3  | 1.4  | 1.2                         | 1.2     | 1.4     |
| Austria                               | 1.5     | 2.9  | 0.7  | 0.0  | 0.7  | 1.1   | 2.0  | 2.6  | 2.7  | 1.6         | 1.7  | 1.6  | 2.2                         | 1.3     | 2.0     |
| Ireland                               | 2.8     | 0.3  | 0.2  | 1.4  | 8.5  | 25.1  | 3.7  | 8.1  | 8.3  | 4.3         | 3.5  | 2.7  | 3.7                         | 3.4     | 4.4     |
| Portugal                              | 0.7     | -1.7 | -4.1 | -0.9 | 0.8  | 1.8   | 2.0  | 3.5  | 2.4  | 1.9         | 1.6  | 1.5  | 2.0                         | 1.8     | 1.7     |
| Greece                                | 1.8     | -9.1 | -7.3 | -3.2 | 0.7  | -0.4  | -0.2 | 1.5  | 1.9  | 2.0         | 2.2  | 0.9  | 1.5                         | 3.0     | 1.4     |
| Finland                               | 1.7     | 2.6  | -1.4 | -0.8 | -0.6 | 0.5   | 2.8  | 3.0  | 1.7  | 1.2         | 1.5  | 1.3  | 0.8                         | 1.7     | 1.4     |
| Slovak Republic                       | 4.9     | 2.8  | 1.7  | 1.5  | 2.8  | 4.2   | 3.1  | 3.2  | 4.1  | 2.6         | 2.7  | 2.5  | 3.7                         | 2.2     | 2.7     |
| Lithuania                             | 4.3     | 6.0  | 3.8  | 3.5  | 3.5  | 2.0   | 2.4  | 4.1  | 3.5  | 3.4         | 2.7  | 2.3  | 3.7                         | 2.3     | 1.6     |
| Slovenia                              | 2.7     | 0.9  | -2.6 | -1.0 | 2.8  | 2.2   | 3.1  | 4.8  | 4.1  | 2.9         | 2.9  | 2.1  | 3.0                         | 3.1     | 2.8     |
| Luxembourg                            | 2.7     | 2.5  | -0.4 | 3.7  | 4.3  | 3.9   | 2.4  | 1.5  | 2.6  | 2.6         | 2.8  | 2.6  | 1.7                         | 3.3     | 2.1     |
| Latvia                                | 3.8     | 6.4  | 4.0  | 2.4  | 1.9  | 3.0   | 2.1  | 4.6  | 4.8  | 2.8         | 2.8  | 3.0  | 5.3                         | 3.3     | 2.4     |
| Estonia                               | 3.4     | 7.4  | 3.1  | 1.3  | 3.0  | 1.8   | 2.6  | 5.7  | 4.8  | 3.2         | 2.9  | 2.8  | 5.0                         | 2.1     | 3.4     |
| Cyprus                                | 3.3     | 0.4  | -2.9 | -5.8 | -1.3 | 2.0   | 4.8  | 4.5  | 3.9  | 3.1         | 2.9  | 2.5  | 3.8                         | 3.8     | 1.4     |
| Malta                                 | 2.0     | 1.3  | 2.8  | 4.6  | 6.7  | 10.8  | 9.7  | 6.7  | 6.8  | 5.1         | 4.3  | 3.2  | 7.1                         | 6.9     | 1.0     |
| Japan                                 | 0.6     | -0.1 | 1.5  | 2.0  | 0.4  | 1.2   | 0.6  | 1.9  | 0.8  | 0.9         | 0.5  | 0.5  | 0.3                         | 0.3     | 1.2     |
| United Kingdom                        | 1.6     | 1.6  | 1.4  | 2.0  | 2.9  | 2.3   | 1.8  | 1.8  | 1.4  | 1.2         | 1.4  | 1.5  | 1.4                         | 1.0     | 1.6     |
| Korea                                 | 4.7     | 3.7  | 2.4  | 3.2  | 3.2  | 2.8   | 2.9  | 3.2  | 2.7  | 2.0         | 2.2  | 2.9  | 3.0                         | 1.9     | 1.9     |
| Canada                                | 1.9     | 3.1  | 1.8  | 2.3  | 2.9  | 0.7   | 1.1  | 3.0  | 1.9  | 1.5         | 1.8  | 1.7  | 1.6                         | 1.8     | 1.7     |
| Australia                             | 3.1     | 2.8  | 3.9  | 2.1  | 2.6  | 2.5   | 2.8  | 2.4  | 2.7  | 1.7         | 2.3  | 2.6  | 2.2                         | 2.0     | 2.4     |
| Taiwan Province of China              | 4.2     | 3.8  | 2.1  | 2.2  | 4.0  | 0.8   | 1.5  | 3.1  | 2.6  | 2.0         | 1.9  | 2.0  | 1.8                         | 2.0     | 1.7     |
| Singapore                             | 5.8     | 8.3  | 4.4  | 4.8  | 3.9  | 2.9   | 3.0  | 3.7  | 3.1  | 0.5         | 1.0  | 2.5  | 1.4                         | 0.8     | 1.2     |
| Switzerland                           | 1.8     | 1.8  | 1.0  | 1.9  | 2.5  | 1.3   | 1.7  | 1.9  | 2.8  | 0.8         | 1.3  | 1.6  | 1.5                         | 1.1     | 1.6     |
| Sweden                                | 2.2     | 3.1  | -0.6 | 1.1  | 2.7  | 4.4   | 2.4  | 2.4  | 2.3  | 0.9         | 1.5  | 2.0  | 2.3                         | 0.0     | 2.4     |
| Hong Kong SAR                         | 4.1     | 4.8  | 1.7  | 3.1  | 2.8  | 2.4   | 2.2  | 3.8  | 3.0  | 0.3         | 1.5  | 2.9  | 1.2                         | 0.5     | 2.8     |
| Czech Republic                        | 3.2     | 1.8  | -0.8 | -0.5 | 2.7  | 5.3   | 2.5  | 4.4  | 3.0  | 2.5         | 2.6  | 2.5  | 2.7                         | 2.2     | 3.0     |
| Norway                                | 1.6     | 1.0  | 2.7  | 1.0  | 2.0  | 2.0   | 1.1  | 2.3  | 1.3  | 1.9         | 2.4  | 1.7  | 1.6                         | 3.2     | 0.9     |
| Israel                                | 3.2     | 5.1  | 2.4  | 4.3  | 3.8  | 2.3   | 4.0  | 3.6  | 3.4  | 3.1         | 3.1  | 3.0  | 2.9                         | 3.0     | 3.4     |
| Denmark                               | 0.8     | 1.3  | 0.2  | 0.9  | 1.6  | 2.3   | 2.4  | 2.3  | 1.5  | 1.7         | 1.9  | 1.5  | 2.6                         | 1.5     | 1.9     |
| New Zealand                           | 2.7     | 1.9  | 2.5  | 2.2  | 3.1  | 4.0   | 4.2  | 2.6  | 2.8  | 2.5         | 2.7  | 2.5  | 2.5                         | 2.1     | 3.4     |
| Puerto Rico                           | 0.7     | -0.4 | 0.0  | -0.3 | -1.2 | -1.0  | -1.3 | -2.7 | -4.9 | -1.1        | -0.7 | -0.8 | ...                         | ...     | ...     |
| Macao SAR                             | ...     | 21.7 | 9.2  | 11.2 | -1.2 | -21.6 | -0.9 | 9.7  | 4.7  | -1.3        | -1.1 | 0.3  | ...                         | ...     | ...     |
| Iceland                               | 2.6     | 1.9  | 1.3  | 4.1  | 2.1  | 4.7   | 6.6  | 4.4  | 4.8  | 0.8         | 1.6  | 1.9  | 3.1                         | 2.2     | 1.5     |
| San Marino                            | ...     | -8.3 | -7.0 | -0.8 | -0.7 | 2.5   | 2.5  | 0.6  | 1.1  | 0.8         | 0.7  | 0.5  | ...                         | ...     | ...     |
| Memorandum                            |         |      |      |      |      |       |      |      |      |             |      |      |                             |         |         |
| Major Advanced Economies              | 1.3     | 1.6  | 1.4  | 1.4  | 2.0  | 2.2   | 1.5  | 2.3  | 2.1  | 1.6         | 1.6  | 1.4  | 1.6                         | 1.5     | 1.7     |
| Real Total Domestic Demand            |         |      |      |      |      |       |      |      |      |             |      |      |                             |         |         |
| Advanced Economies                    | 1.6     | 1.5  | 0.8  | 1.1  | 2.1  | 2.6   | 2.0  | 2.5  | 2.2  | 1.8         | 1.8  | 1.8  | 2.1                         | 1.7     | 1.8     |
| United States                         | 1.7     | 1.5  | 2.2  | 1.6  | 2.7  | 3.6   | 1.9  | 2.6  | 3.1  | 2.6         | 2.2  | 1.5  | 2.9                         | 2.4     | 2.0     |
| Euro Area                             | 1.1     | 0.8  | -2.4 | -0.5 | 1.4  | 2.4   | 2.4  | 2.1  | 1.5  | 1.3         | 1.5  | 1.4  | 1.8                         | 1.4     | 1.4     |
| Germany                               | 0.3     | 3.3  | -0.9 | 1.1  | 1.7  | 1.6   | 3.0  | 2.4  | 2.1  | 1.3         | 1.7  | 1.3  | 2.1                         | 0.8     | 1.4     |
| France                                | 1.5     | 2.1  | -0.4 | 0.7  | 1.5  | 1.5   | 1.5  | 2.3  | 1.0  | 1.3         | 1.3  | 1.5  | 0.6                         | 1.6     | 1.4     |
| Italy                                 | 0.5     | -0.6 | -5.6 | -2.6 | 0.2  | 1.5   | 1.5  | 1.5  | 1.0  | -0.3        | 0.4  | 0.8  | 0.1                         | 0.6     | -0.3    |
| Spain                                 | 2.3     | -3.1 | -5.1 | -3.2 | 2.0  | 4.0   | 2.4  | 3.0  | 3.0  | 1.8         | 1.7  | 1.4  | 2.6                         | 1.8     | 1.5     |
| Japan                                 | 0.2     | 0.7  | 2.3  | 2.4  | 0.4  | 0.8   | 0.0  | 1.4  | 0.5  | 1.2         | 0.8  | 0.4  | 0.8                         | -0.1    | 1.7     |
| United Kingdom                        | 1.7     | -0.2 | 1.8  | 2.1  | 3.2  | 2.3   | 2.4  | 1.4  | 1.6  | 1.1         | 1.6  | 1.5  | 2.0                         | -0.5    | 3.2     |
| Canada                                | 2.9     | 3.4  | 2.0  | 2.2  | 1.7  | -0.1  | 0.7  | 3.9  | 1.8  | 0.8         | 1.3  | 1.9  | 0.3                         | 1.1     | 1.7     |
| Other Advanced Economies <sup>3</sup> | 3.0     | 3.3  | 1.9  | 1.6  | 2.8  | 2.4   | 2.8  | 3.5  | 2.4  | 1.5         | 1.9  | 2.5  | 1.8                         | 2.2     | 1.7     |
| Memorandum                            |         |      |      |      |      |       |      |      |      |             |      |      |                             |         |         |
| Major Advanced Economies              | 1.3     | 1.4  | 1.1  | 1.4  | 2.0  | 2.4   | 1.7  | 2.3  | 2.2  | 1.8         | 1.7  | 1.3  | 2.0                         | 1.5     | 1.8     |

<sup>1</sup>In this and other tables, when countries are not listed alphabetically, they are ordered on the basis of economic size.

<sup>2</sup>From the fourth quarter of the preceding year.

<sup>3</sup>Excludes the Group of Seven (Canada, France, Germany, Italy, Japan, United Kingdom, United States) and euro area countries.

### **Γν<sup>2</sup> στοποιήσεις για την εταιρία**

Η Κύκλος Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ. και οι εργαζόμενοι της ενδέχεται να προβαίνουν σε κάθε είδους νόμιμες συναλλαγές επί μετοχών των αναφερομένων εταιριών για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων ή και να παρέχουν τις υπηρεσίες τους στους εκδότες των μετοχών αυτών. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους ότι είναι πιθανόν να υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την αντικειμενικότητα της ανάλυσης. Η Κύκλος Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ. δεν αναλαμβάνει ευθύνη για επενδυτικές αποφάσεις βασισμένες στα κείμενα ή τις αξιολογήσεις του παρόντος.

### **Σημαντικές Γν<sup>2</sup> στοποιήσεις**

Το περιεχόμενο των παραπάνω αναλύσεων, απόψεων, εκτιμήσεων, κρίσεων δεν έχει αποσταλεί στις αναφερόμενες εταιρίες και εκφράζει την άποψη του αναλυτή κατά την ημερομηνία σύνταξης της ανάλυσης / πρωινής ενημέρωσης / εβδομαδιαίας στρατηγικής και υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς προηγούμενη προειδοποίηση. Η ανανέωση των αναλύσεων των επιμέρους αναφερόμενων εταιριών γίνεται σε μη προκαθορισμένες ημερομηνίες αναλόγως με τις εταιρικές ανακοινώσεις και τις εξελίξεις που αφορούν τον κλάδο ή την αγορά και που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίδραση στις απόψεις ή συστάσεις που αναφέρονται στο παρόν σημείωμα. Η ανάλυση / πρωινή ενημέρωση / εβδομαδιαία στρατηγική εκπονήθηκε από το τμήμα ανάλυσης με απόλυτη εχεμύθεια και εμπιστευτικότητα χωρίς τη συμμετοχή στελεχών εκτός του τμήματος αυτού και δημοσιοποιήθηκε μετά την ολοκλήρωσή της ταυτοχρόνως στο κοινό και τα στελέχη της εταιρίας.

### **Δήλωση Αποποίησης**

Το παρόν δεν συνιστά ούτε υποκαθιστά εξατομικευμένες προτάσεις σε υπάρχοντες ή πιθανούς επενδυτές για την αγορά, πώληση ή/και διακράτηση αξιών και δεν μπορεί να θεωρηθεί ως παροχή «επενδυτικής συμβουλής» σύμφωνα με τις σχετικές αποφάσεις της Ε.Κ. Το παρόν δεν συνιστά πρόταση επενδυτικής στρατηγικής απευθυνόμενη στο κοινό αναφορικά με ένα ή περισσότερα αξιόγραφα συγκεκριμένων εκδοτών, σύμφωνα με τον ορισμό του άρθρου 14 του Ν3340/2005. Δεν επιτρέπεται να αναπαραχθεί, αποθηκευτεί σε σύστημα από το οποίο μπορεί να ανακτηθεί, ή να διαβιβαστεί περαιτέρω, σε οποιαδήποτε μορφή ή με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοτυπικό, μαγνητοφωνικό ή άλλο, εν όλω ή εν μέρει, σε κανένα πρόσωπο, για οποιοδήποτε λόγο ή/και σκοπό χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια της ΚΥΚΛΟΣ ΑΧΕΠΕΥ.