

INVESTMENT NAVIGATOR



Αμοιβαία Κεφάλαια
Διαχείριση Χαρτοφυλακίου
Επενδυτικές Συμβουλές



**Οι Απόψεις των Επενδυτικών
Επιτροπών για το 2014**

Ένα θετικό σενάριο σε τροχιά πραγματοποίησης...

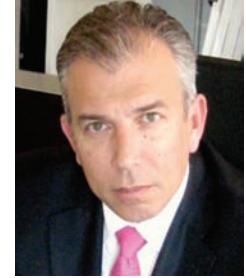
Σύμφωνα με όλες τις έγκυρες αναλύσεις μέχρι σήμερα, τα χαρακτηριστικά του κόσμου το 2014 συνοψίζονται σε πέντε σημεία:

- 1) Επιβεβαίωση της παγκόσμιας ανάπτυξης με αύξηση του ΑΕΠ στο **3,7%**.
- 2) Ισχυροποίηση του δολαρίου κυρίως μέσω της αύξησης των αποδόσεων των ομολόγων στην Αμερική και τη μεταφορά κεφαλαίων.
- 3) Μεγάλη προσφορά εταιρικών ομολόγων καθώς οι αγορές θα συνεχίσουν να υποκαθιστούν τον τραπεζικό δανεισμό.
- 4) Ισχυρές θετικές τάσεις για τις μετοχές, καθώς η "ποσοτική

χαλάρωση" δεν αφήνει τις αποτιμήσεις ανεπηρέαστες.

5) Τα εμπορεύματα θα παραμείνουν ένας τομέας μικρού ενδιαφέροντος καθώς η προσφορά τους θεωρείται επαρκής. Σε αυτό τον ενδιαφέροντα κόσμο λοιπόν θα κινηθεί η χώρα μας για το επόμενο έτος. Τα βασικά μας όπλα: Το πρωτογενές πλεόνασμα και η προεδρία της Ευρωπαϊκής Ένωσης. Στα αρνητικά βρίσκεται η "κόπωση" του διεθνούς συστήματος από την διατήρηση της χώρας στους τίτλους των εφημερίδων και οι επερχόμενες ευρώ-εκλογές που δεν επιτρέπουν ριζικές δράσεις-λύσεις. Σε μια περίοδο όπου τα αρνητικά σενάρια πλεονάζουν, επιλέξαμε να προκρίνουμε ένα θετικό. Όχι μόνο λόγω της αισιο-

Θεόδωρος Ν. Κρίντας
Διευθύνων Σύμβουλος,
Attica Wealth Management
Αντιπρόεδρος, Ένωσης
Θεσμικών Επενδυτών



δοξίας μας, όχι μόνο γιατί διαβάζουμε με ένα ιδιαίτερο τρόπο τα σημάδια, αλλά κυρίως γιατί η Ευρώπη έχει ανάγκη από μια "νίκη". Αυτή η νίκη, μπορεί να έχει ελληνικά χρώματα. Το ελληνικό πρόγραμμα προσαρμογής βρίσκεται στο στάδιο της ολοκλήρωσης και ενώ σαφώς μπορούμε να γράφουμε σελίδες γύρω από το τι δεν πήγε καλά, η αλήθεια είναι ότι πέτυχε στην ουσία. Και η ουσία ήταν και παραμένει απλή: Οι δαπάνες του κράτους να καλύπτονται από τα έσοδά του. Ο κίνδυνος λοιπόν μεταφέρεται από το έλλειμμα και το χρέος (που έχει χρονικά επεκταθεί ουσιαστικά) στην πιθανή αδυναμία συγχρονισμού των εξόδων με τα έσοδα. Δηλαδή στο λεγόμενο χρηματοδοτικό κενό. Η εμπειρία μας στις αγορές σημειώνει πως αυτό που κυρίως έχει σημασία στα κάθε είδους "κενά", δεν είναι το ύψος, σε λογικά πλαίσια βέβαια, αλλά η διάθεση κάποιου να το καλύψει. Αυτό είναι το σημείο της "νίκης" που αναφερθήκαμε παραπάνω. Αν οι αγορές δεχθούν μια μικρή Ελληνική έκδοση στο πρώτο εξάμηνο του 2014, για την κάλυψη αυτού ετεροχρονισμού εσόδων - εξόδων, το θα έχουν επιβεβαιώσει την επιτυχία του προγράμματος της χώρας. Βέβαια για να φτάσουμε σε αυτό το σημείο, πρέπει να έχουν προηγηθεί κάποια

άλλα βήματα. Πρώτον, η διατήρηση της βελτιωμένης εικόνας γύρω από τη χώρα που θεωρούμε ότι η Ευρωπαϊκή προεδρία θα την προσφέρει. Δεύτερον, κάποια-κάποιες αναβαθμίσεις στην πιστοληπτική ικανότητα της, που θα επιτρέψει την υποχώρηση των πιστωτικών περιθωρίων, κάνοντας την έκδοση τεχνικά εφικτή. Τρίτον, η επιτάχυνση του προγράμματος αποκρατικοποιήσεων, καθώς οι άμεσες ξένες επενδύσεις δίνουν τον δικό τους ουσιαστικό βαθμό στην αξιοπιστία μιας χώρας.

Τελικά πάντως το σενάριο της έκδοσης ελληνικών ομολόγων στο πρώτο εξάμηνο του 2014 δεν μπορεί να θεωρηθεί απίθανο. Και εφόσον κάτι τέτοιο αρχίσει να γίνεται περισσότερο πιθανό, οι αγορές θα αντιδράσουν προεξοφλώντας τα θετικά αποτελέσματα που θα έχει. Το συμπέρασμά μας λοιπόν είναι ότι για τους αισιόδοξους επενδυτές ο κόσμος το 2014 θα είναι καλύτερος. Η Ελλάδα όμως μπορεί να αποδειχτεί μια από τις καλύτερες τοποθετήσεις σε όρους κινδύνου - απόδοσης. Ας ελπίσουμε το 2014 να είναι η αρχή μια μακροχρόνιας ευημερίας! **Καλή χρονιά.**

Θεόδωρος Ν. Κρίντας

Η ελληνική αγορά και η πορεία της το 2014

Όταν η εταιρία μου ζήτησε στα πλαίσια της ετήσιας έκδοσης του navigator για το 2014 να παρουσιάσω ένα άρθρο με θέμα "η ελληνική αγορά και η πορεία της το 2014" θεώρησα ότι η δουλειά μου θα ήταν πολύ εύκολη. Άλλωστε αυτό κάνω καθημερινά. Αναλύω και προσπαθώ να προβλέψω την επόμενη μέρα της ελληνικής Κεφαλαιαγοράς. Ξεκινώντας να οργανώνω την σκέψη μου για να την μεταφέρω σε μία οθόνη υπολογιστή, συνειδητοποίησα ότι η θεματολογία που αφορά στην Ελλάδα έχει σχεδόν εξαντληθεί. Τι θα μπορούσε να αναφέρει κανείς που δεν έχει ειπωθεί για την ελληνική πραγματικότητα τόσο σε επίπεδο οικονομικών

μεγεθών όσο και σε επίπεδο πολιτικής ανάλυσης. Επιστήμονες πολύ πιο εξειδικευμένοι και γνώστες του αντικειμένου από εμένα έχουν καταθέσει τις απόψεις τους πλήρως τεκμηριωμένες, βασισμένες σε μελέτες και στατιστικές που εγώ σε καμία περίπτωση δεν θα μπορούσα να είχα αποδώσει τόσο εύστοχα.

Προσπαθώντας λοιπόν να αποφύγω τα χιλιοειπωμένα, αλλά και να προσθέσω την προσωπική μου αίσθηση ως διαχειρίστρια κεφαλαίων και όχι ως οικονομική αναλύτρια ή καθηγήτρια Πανεπιστημίου, αποφάσισα να καταθέσω τις προϋποθέσεις τις οποίες θεωρώ απαραίτητες για να αποτελέσει το



Βασιλακοπούλου Δήμητρα
Διευθύντρια Επενδύσεων
Attica Wealth Management

2014 μία χρονιά θετικών εξελίξεων για την ελληνική Κεφαλαιαγορά και μια αφετηρία για την πλήρη και ουσιαστική ένταξη της στην ευρωπαϊκή πραγματικότητα. Πίστεια και πιστεύω ότι οι Έλληνες σε όποιο επαγγελματικό χώρο και αν δραστηριοποιούνται θα πρέπει να αποφασίσουν και να επιλέξουν ανάμεσα στο “Ευρωπαϊσμό” και τον “Ελληνισμό”. Και αυτό το θέμα έχει εξαντληθεί με ιστορικούς αναλυτές και ψυχολόγους να αναλώνονται στην επεξεργασία της ελληνικής ιδιοσυγκρασίας και ιδιαιτερότητας, του άτθασου χαρακτήρα και της αδυναμίας του να ενταχθεί σε οργανωμένα και πειθαρρημένα περιβάλλοντα λειτουργίας.

Ποιες λοιπόν είναι κατά την γνώμη μου οι προϋποθέσεις που θα μας οδηγήσουν στην παραγωγική επόμενη μέρα.

- Πολιτική σοβαρότητα. Συνέχεια ακούγεται ότι η διατήρηση της πολιτικής σταθερότητας αποτελεί προσπαιτούμενο για την προσέλκυση ξένων επενδύσεων και την επίτευξη της πολυπόθητης και πολυαναμενόμενης ανάπτυξης. Προσωπικά πιστεύω ότι η σταθερότητα δεν επαρκεί αλλά αυτό που θα κάνει την διαφορά είναι η σοβαρότητα.

- Ο εκσυγχρονισμός και η επιτάχυνση των εργασιών της ελληνικής Δικαιοσύνης. Δεν χρειάζεται να είναι κανείς νομικός για να καταλάβει ότι η δυσλειτουργία της πιο σημαντικής εξουσίας σε μια ευνομούμενη χώρα αποτελεί τροχοπέδη για την αναπτυξιακή της πορεία.
- Επίτευξη αληθινής και μακρόχρονης κερδοφορίας των τραπεζών. Εξυγίανση του τραπεζικού συστήματος και δυνατότητα χρηματοδότησης βιώσιμων επιχειρήσεων. Σημαντική μείωση του ρυθμού μη εξυπηρετούμενων δανείων, ιδίως αυτών που αφορούν σε ακίνητη περιουσία και αντικειμενική αποτίμηση των ενεργητικών των τραπεζών.
- Επανάρξη του προγράμματος δημοσίων επενδύσεων. Στον βωμό της επίτευξης πρωτογενούς πλεονάσματος το ελληνικό κράτος έχει περιορίσει δραστικά το σημαντικό-τερο κονδύλι για την αναθέρμανσης της οικονομίας και την αλλαγή του επιχειρησιακού κλίματος.
- Ολοκλήρωση του προγράμματος ιδιωτικοποιήσεων, στοχευμένα με σκοπό την επέκταση δραστηριοτήτων και την δημιουργία νέων θέσεων εργασίας.

- Ενδυνάμωση και αύξηση της αποτελεσματικότητας των φοροεισπρακτικών μηχανισμών. Μία από τις πιο σημαντικές προϋποθέσεις, προκειμένου να αυξηθούν τα έσοδα του κράτους να αποκατασταθεί το περί δικαίου αίσθημα για την κατανομή των φορολογικών βαρών και να διοχετευθούν κονδύλια στον εκσυγχρονισμό και την αύξηση της παραγωγικότητας.

Θεωρώντας δεδομένο το αυτονόητο και αισιοδοξώντας ότι η πλειοψηφία των παραπάνω θα πραγματοποιηθεί μεταφράζω τις προϋποθέσεις στο βασικό αποτέλεσμα:

Μείωση του ρίσκου της χώρας όπως αποτυπώνεται από την απόδοση του 10ετούς ομολόγου. Στην πράξη αυτό σημαίνει ότι στο θετικό σενάριο ανάκαμψης της Ελληνικής οικονομία, το επιτόκιο ενδέχεται να διαμορφωθεί στο **6,5%** μειωμένο κατά **170** μονάδες βάσης περίπου σε σχέση με το τρέχων. Μια τέτοια εξέλιξη θα αλλάξει δραστικά τις αποτιμήσεις των Ελληνικών εταιρειών, όπως αποτυπώνονται από τους αναλυτές που το χρησιμοποιούν ως προεξοφλητικό επιτόκιο μελλοντικών χρηματορροών. Αξίζει να αναφερθεί ότι στην Πορ-

τογαλία που αντιμετωπίζει εξίσου σοβαρά προβλήματα με την Ελλάδα, αλλά έχει καταφέρει να δράσει πιο αποτελεσματικά τα δύο τελευταία χρόνια η απόδοση του δεκαετούς ομολόγου έχει διαμορφωθεί στο **5,5%**.

Σε αυτό το σενάριο και λαμβάνοντας υπόψη την πολλαπλασιαστική δράση στις τιμές των μετοχών των εισηγμένων εταιριών, το ΧΑ έχει δυνατότητα ανόδου μέχρι και **600** μονάδες από τα τρέχοντα επίπεδα, ήτοι σχεδόν **50%**. Ωστόσο μία αγορά χαμηλής ρευστότητας όπως η ελληνική θεωρείται δεδομένο ότι θα παρουσιάσει υψηλά ποσοστά μεταβλητότητας. Γι' αυτό χρειάζεται υπομονή και ψυχραιμία στις εκάστοτε επιλογές μας.

Ίσως το σενάριο ακούγεται ακραίο ίσως ουτοπικό, αλλά εμείς στην ΑΤΤΙCΑ WΕΑΛΤΗ ΜΑΝΑΓΕΜΕΝΤ έχουμε άποψη και έχουμε το σθένος να την καταθέτουμε, αναλαμβάνοντας την ευθύνη που μας αναλογεί. Άλλωστε αυτή είναι και η δουλειά μας.

Η Πορεία των Αγορών

"Energy and persistence conquer all things."

Benjamin Franklin

Οι επενδυτικές επιλογές της χρονιάς που πέρασε και οι σημαντικές αποδόσεις που σημειώθηκαν ήταν συνάρτηση της ιδιαίτερα υψηλής παροχής ρευστότητας από τις κεντρικές τράπεζες των αναπτυγμένων οικονομιών και ιδιαίτερα των σημαντικότερων από αυτές, δηλαδή των ΗΠΑ, της Ιαπωνίας και της Ευρώπης. Η νομισματική πολιτική, σε συνδυασμό με τις ιδιαίτερα χαμηλές αποδόσεις των ομολογιακών τίτλων και των καταθέσεων, οδήγησαν σε σημαντικές ανατιμήσεις



Λυπαράκης Παναγιώτης

Διαχειριστής Επενδύσεων
Attica Wealth Management

των επενδυτικών περιουσιακών στοιχείων. Λίγο πριν τον αποχαιρετισμό του 2013, η κεντρική τράπεζα των ΗΠΑ (FED), άφησε σαφώς να εννοηθεί ότι το "πάρτι ρευστότητας" φτάνει στο τέλος του με την σταδιακή μείωση των επαναγορών τίτλων από την Κεντρική Τράπεζα. Οι επενδυτές πλέον θα πρέπει να έχουν της προσοχή τους στραμμένη στις σχετικές αποφάσεις της FED, η οποία θα αποτελεί ένδειξη ότι οι οικονομία των ΗΠΑ βρίσκεται σε τροχιά ανόδου και μπορεί να παράγει την απαραίτητα καύσιμα που θα τροφοδοτήσουν την περαιτέρω ανοδική πορεία.

Τα μακροοικονομικά μεγέθη, που θα συνηγορούν ή όχι στις

ορθότητα των αποφάσεων για την μείωση της παροχής ρευστότητας, αλλά και τον ρυθμό υλοποίησης αυτής, προβλέπεται να αποτελέσουν τον καταλυτικό παράγοντα, που θα διαμορφώσει τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων και τις τιμές των μετοχών στις ΗΠΑ, καθώς η αβεβαιότητα για την οροφή χρέους φαίνεται να έχει παρέλθει οριστικά. Οι αναδυόμενες αγορές αναμένεται να παρουσιάσουν αναταράξεις λόγω της αλλαγής της νομισματικής πολιτικής των ΗΠΑ, καθώς ο περιορισμός της ρευστότητας και η πιθανή άνοδος των επιτοκίων θα οδηγήσει τις περισσότερες από αυτές να αναζητήσουν ακριβότερα κεφάλαια, σε σχέση με το πρόσφατο παρελθόν. Εξαιρεση αναμένεται να αποτελέσουν οι πιο ισχυρές από τις αναδυόμενες αγορές, οι οποίες έχουν καταφέρει να δημιουργήσουν εσωτερική δυναμική στην οικονομία και δεν στηρίζονται αποκλειστικά στην ζήτηση από τις ισχυρές οικονομίες, ενώ προσεκτικές πρέπει να είναι οι οποίες επιλογές σε ανεπτυγμένες και μη οικονομίες που παρουσιάζουν ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων των ισχυρών - και όχι μόνο - νομισμάτων.

Η ιαπωνική οικονομία προβλέπεται να εξακολουθήσει την

πολιτική παροχής ρευστότητας με αυξημένο ρυθμό, παραμένοντας σταθερή στην πολιτική που έχει ανακοινωθεί για τα επόμενα χρόνια. Τα αποτελέσματα θα κάνουν την εμφάνισή τους στο τρέχον έτος, αλλά τα ποιοτικά χαρακτηριστικά τους θα καταδείξουν το θετικό του εγχειρήματος. Τα όποια ποιοτικά θετικά αποτελέσματα θα τονώσουν ακόμη περισσότερο την δυναμική των μετοχικών τίτλων, ενώ αναμένεται να ωθήσουν και τις αγορές της Ασίας. Η Ευρώπη προβλέπεται να εξακολουθήσει την ίδια πολιτική ρευστότητας και χαμηλών επιτοκίων, για όσο διάστημα η συγκεκριμένη επιλογή εξυπηρετεί την έξοδο από την κρίση χρέους, αλλά και την αναδιάρθρωση της οικονομίας στο σύνολό της, με τη βελτίωση των μακροοικονομικών μεγεθών της περιφέρειας, την βελτίωση της ζήτησης, αλλά και επιπλέον βήματα προς την ενοποίηση, με την αρχή να γίνεται στο τραπεζικό κλάδο, δεδομένης της ενίσχυσης των τραπεζικών ισολογισμών. Στο πλαίσιο που διαμορφώνεται οι επενδύσεις στην ευρωπαϊκή περιφέρεια θα είναι στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος.

Ο επενδυτικός χάρτης συνεχίζει να αναδιαμορφώνεται σε

σχέση με το παρελθόν και η μεταβλητότητα αναμένεται να είναι χαρακτηριστικό σε όλες τις κατηγορίες περιουσιακών στοιχείων. Ο οικονομικός κύκλος φαίνεται να παραμένει ελαφρά ανοδικός, αλλά η σχέση ρίσκου- απόδοσης είναι πλέον αυξημένη, και θα μεταβληθεί πλέον βάσει αποτελεσμάτων σε εταιρικό επίπεδο, αλλά και βάσει μεταβολής της παρεχόμενης ρευστότητας. Η νομισματική πολιτική, αναμένεται να είναι προς όφελος των μετοχών των ευρωπαϊκών εταιριών, αλλά και χρέους εταιριών με καθαρούς ισολογισμούς και καλά θεμελιώδη στοιχεία. Το κρατικό χρέος των ΗΠΑ αναμένεται να βρεθεί στο επίκεντρο του ενδιαφέροντος καθώς η αλλαγή της νομισματικής πολιτικής θα οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση των αποδόσεων και αντίστοιχη αναπροσαρμογή των ασφαλιστρών κινδύνου, ενώ στην Ευρώπη τα χαμηλά επιτόκια και η αργή έξοδος από την κρίση θα συνεχίσουν να ευνοούν τις χαμηλές αποδόσεις για αρκετό διάστημα. Βασικές επιλογές θα παραμείνουν οι μετοχές εταιριών με ισχυρά θεμελιώδη στοιχεία, υγιή κερδοφορία, καθαρούς ισολογισμούς και καλή στρατηγική αγορών, ώστε να εκμεταλλευτούν στο έπακρο την αλλαγή στον

επενδυτικό χάρτη και τη βελτίωση των οικονομικών μεγεθών σε σχέση με την οικονομική και νομισματική πολιτική, ενώ θετική κρίνεται η έκθεση σε ισχυρές αναδυόμενες οικονομίες. Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις θα συνεχίσουν να βρίσκονται στο επίκεντρο, καθώς η αυξημένη ρευστότητα των ισολογισμών και οι αποτιμήσεις δημιουργούν τις κατάλληλες συνθήκες, με το κλάδους τεχνολογίας, τηλεπικοινωνιών και πολυτελών αγαθών να διατηρούν τα σκήπτρα. Στα παραπάνω πλαίσια οι επενδυτικές επιλογές για ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο θα πρέπει να περιλαμβάνουν μετοχικούς τίτλους ανεπτυγμένων αγορών με ή χωρίς έκθεση σε ισχυρές αναδυόμενες αγορές, εταιρικά ομόλογα, και διατήρηση μετρητών για εκμετάλλευση της αναμενόμενης μεταβλητότητας και των ευκαιριών που θα παρουσιαστούν, ιδιαίτερα λόγω των συνθηκών θα προκύψουν από τις μεταβολές στην νομισματική πολιτική των κεντρικών τραπεζών σε επίπεδο επιτοκίων και ρευστότητας και τις μεταβολές στο κρατικό χρέος.

Συναλλαγματικές ισοτιμίες το 2014 υπό το πρίσμα των παγκόσμιων εξελίξεων

Όταν για πρώτη φορά το 2011 ξεκινήσαμε τη συγγραφή του ετήσιου Investment Navigator, αναφερθήκαμε στον επικείμενο νομισματικό πόλεμο, με αφορμή πληθώρα δημοσιευμάτων και εξελίξεων που εμφανίστηκαν στον απόηχο της κρίσης του 2008. Πλέον είναι ορατές οι συνέπειες και οι κεντρικοί τραπεζίτες των αναδυόμενων αγορών τις βιώνουν καλύτερα από τον καθένα. Οι δασμοί των ΗΠΑ στα κινεζικά προϊόντα, η μαζική φυγή κεφαλαίων από τη Βραζιλία, αλλά και η είδηση ότι το Κουβέιτ, το Κατάρ, το Μπαχρέιν και η Σαουδική Αραβία ανακοίνωσαν την πρόθεσή τους για δημιουργία κοινού νομίσματος στο τέλος του Δεκεμβρίου, είναι ενδεικτικά του περιβάλλοντος

που έχει δημιουργηθεί. Στο παρόν σημείωμα θα αναφερθούμε στις συναλλαγματικές εξελίξεις το 2014 στις 5 κύριες περιοχές της υπηλίου (ΗΠΑ, Ευρώπη, Ιαπωνία, Κίνα, Αναδυόμενες).

■ ΗΠΑ

Η Κεντρική Τράπεζα των ΗΠΑ δίνει για ακόμα μια χρονιά το ρυθμό στις νομισματικές εξελίξεις. Το συμβούλιο της Fed πρωταγωνιστεί με την απόφασή του για περιορισμό στην παροχή ρευστότητας κατά 10 δις \$ μηνιαίως, περικόπτοντας κυρίως αγορές ενυπόθηκων στεγαστικών (MBS's) και κυβερνητικών ομολόγων (Treasuries). Μέχρι το Δεκέμβριο του 2014 αναμένεται να ολοκληρωθεί η παροχή ρευστότητας και η αγορά



Στυλιανίδης Στέλιος
Προϊστάμενος Πωλήσεων
Attica Wealth Management

ενδιαφέρεται τώρα για τη χρονική στιγμή έναρξης της αύξησης επιτοκίων. Οι τρέχουσες δημοσκοπήσεις δείχνουν περιθώριο **10** μηνών (ίσως και νωρίτερα) από το πέρας του QE3 έως την πρώτη αύξηση του βασικού επιτοκίου και στο μεσοδιάστημα "βλέπουν" το δολάριο ενισχυμένο έναντι τόσο των κύριων νομισμάτων, όσο και των περιφερειακών

■ ΕΥΡΩΠΗ

Με την ολοκλήρωση των γερμανικών εκλογών, ο Mario Draghi ανακοίνωσε τη χρήση μη συμβατικών μέτρων (εφόσον χρειαστεί) προκειμένου να στηρίξει την ευρωπαϊκή οικονομία, αλλά και να προετοιμάσει το έδαφος για την περίφημη ευρωπαϊκή τραπεζική ενοποίηση. Ήδη το παρά ένα τέταρτο μηδενικό βασικό επιτόκιο της ΕΚΤ και η απεριόριστη ουσιαστικά ρευστότητα στις τράπεζες επιβεβαιώνουν τα παραπάνω. Η πολιτική της ποσοτικής χαλάρωσης της ΕΚΤ αναμένεται να προκαλέσει αδυναμία στο κοινό νόμισμα, παρά την προσωρινή ανθεκτικότητα, η οποία περισσότερο οφείλεται στις ροές των κεφαλαιαγορών, παρά στα θεμελιώδη δεδομένα. Επιπλέον η βελτίωση που εμφανίζεται στο ισοζύγιο τρεχουσών

συναλλαγών εδράζεται περισσότερο στη μείωση της ζήτησης για εισαγωγές και όχι σε ισχυροποίηση της οικονομίας, σύμφωνα με τον David Bloom της HSBC.

■ ΙΑΠΩΝΙΑ

Η ιαπωνική οικονομία βιώνει ένα πρωτοφανές κύμα ρευστότητας ως αποτέλεσμα των αποφάσεων της κυβέρνησης του Shinzō Abe. Η BoJ έχει στην κατοχή της πλέον των **970** τρις γιεν σε κυβερνητικά ομόλογα ή το **15,5%** του συνολικού όγκου ομολόγων και θα συνεχίσει τις αγορές με ρυθμό **50** τρις γιεν το χρόνο. Στόχος είναι ο πληθωρισμός να προσεγγίσει το **2%** σε **2** χρόνια. Υπενθυμίζεται ότι η ιαπωνική οικονομία είναι σε καθεστώς αποπληθωρισμού τα τελευταία **15** χρόνια. Ως αποτέλεσμα των ανωτέρω το 2014 αναμένεται περαιτέρω πίεση του ιαπωνικού νομίσματος στις διεθνείς αγορές.

■ ΚΙΝΑ

Η χρήση του γουάν για τις πληρωμές εισαγωγικών πιστώσεων μόλις διπλασιάστηκε έναντι του ευρώ και βρίσκεται πλέον στη δεύτερη θέση στον κόσμο. Συμφωνίες που επιτρέπουν τις συναλλαγές σε τοπικά νομίσματα έχουν συναφθεί με όλες σχε-

δόν τις περιοχές του κόσμου. Ως αποτέλεσμα, οι εμπορικές συναλλαγές με την Κίνα που πραγματοποιήθηκαν σε γουάν αναμένεται να αυξηθούν κατά **50%** το 2014, σε **6** τρις Υουαν ή **988** δις δολάρια αυξάνοντας το ποσοστό του διεθνούς εμπορίου της Κίνας σε γουάν από το **12%** στο **20%** σε λιγότερο από ένα χρόνο, σύμφωνα με τη Deutsche Bank. Αυτή η θεαματική κούρσα είναι ακόμη πιο εντυπωσιακή, δεδομένου ότι το κινεζικό νόμισμα εξακολουθεί να μην είναι ελεύθερα μετατρέψιμο και είναι το σημάδι της ακαταμάχητης έλλξης της οικονομίας της χώρας.

■ ΑΝΑΔΥΟΜΕΝΕΣ

Ήδη από το Μάιο του 2013, οι αναδυόμενες αγορές υπέστησαν ένα πρώτο σοκ από τον τέως επικεφαλής της Fed, όταν ανακοίνωνε την πρόθεση της Fed για τη μείωση του QE3. Η φυγή δυτικών κεφαλαίων, κυρίως δολαριακής προέλευσης, προκάλεσαν ισχυρότατες πιέσεις κυρίως στην ινδική ρουπία, στην τουρκική λίρα και το βραζιλιάνικο ρεάλ. Στον απόηχο αυτής της εξέλιξης ακολούθησε η διερεύνηση των θεμελιωδών οικονομικών στοιχείων κάθε αναδυόμενης αγοράς με αποτέλεσμα να έρθουν στην επιφάνεια, πολιτικοί κίνδυνοι, ελλείμ-

ματα τρεχουσών συναλλαγών και πλείστα άλλα θέματα, τα οποία σε περιόδους υπέρμετρης αισιοδοξίας, απλά μπαίνουν κάτω από το χαλί. Το 2014 αναμένεται να συνεχιστεί η τάση αυτή, ιδιαίτερα αν συνδυαστούν τα δομικά προβλήματα των οικονομιών με την διαφαινόμενη ισχυροποίηση του δολαρίου.

ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΙΣΟΤΙΜΙΩΝ - ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ 2014

Οργανισμός	USD / EUR	USD / JPY	GBP / USD	AUD / USD	USD / CNY
Morgan Stanley	1,24	109	1,57	0,90	5,91
Credit Swiss	1,24	120	1,55	0,80	6,07
BOFA / ML	1,25	108	1,56	0,88	-
JP Morgan	1,30	106	1,60	0,90	6
Citibank	1,40	105	1,75	0,89	6,04
HSBC	1,28	101	1,5	0,86	5,98

* Πηγή: Εκθέσεις υποκείμενων οργανισμών Δεκ. 2013 & Ιαν. 2014

2014 μία ματιά στις αγορές Ομολόγων και επιτοκίων

Το 2013 φεύγει αφήνοντας πίσω του δεύτερη συνεχόμενη χρονιά ύφεσης –έστω οριακής στην ευρωζώνη, κάτι που ανάγκασε την ευρωπαϊκή κεντρική Τράπεζα να χαλαρώσει περαιτέρω τη νομισματική της πολιτική, αφενός με την παροχή ρευστότητας στο τραπεζικό σύστημα και αφετέρου με την μείωση του παρεμβατικού της επιτοκίου στο ιστορικό χαμηλό του **0,25%**. Τα μέτρα αυτά ποσοτικής χαλάρωσης αναμένεται να δώσουν αποτελέσματα μέσα στο 2014, καθώς οι προβλέψεις σχετικά με το ΑΕΠ συγκλίνουν σε μικρή έστω ανάπτυξη της τάξης του **1%** στο σύνολο της Ευρωζώνης, η οποία θα τροποποιηθεί κυρίως από την αύξηση των εξαγωγών (εκτίμηση

για **4,2%**) και πολύ λιγότερο από την ατομική κατανάλωση ή τις δημόσιες επενδύσεις. Το 2014 αναμένεται να συνεχιστεί και η εξομάλυνση των εσωτερικών ανισορροπιών βορρά-νότου, όσον αφορά τόσο το εμπορικό αλλά και το δημοσιονομικό ισοζύγιο. Η διατήρηση των επιτοκίων στο ιστορικό χαμηλό και η υπερβάλλουσα ρευστότητα που αυτή συνεπάγεται από τη μία, και οι αποπληθωριστικές πιέσεις που διαμορφώνονται από τα μεγάλα πλεονάσματα στις χώρες του Βορρά από την άλλη, αναμένεται να οδηγήσουν τις τιμές των Ομολόγων, κυρίως αυτών της περιφέρειας σε υψηλότερα επίπεδα, συνεχίζοντας την πορεία μείωσης των αποδόσεων τους (ενδεικτι-



Χρυσοσφίδης Αθανάσιος
Διευθυντής Διαχείρισης
Διαθεσίμων Attica Bank

κά αναφέρουμε πως οι αποδόσεις των δεκαετών Ελληνικών Ομόλογων από το **12,7%** στα τέλη Μαρτίου, σήμερα διαπραγματεύονται κάτω από το **7,5%**, των Ισπανικών από τα επίπεδα του **5,1%** στο **3,8%** σήμερα, των Ιταλικών από το **5%** στο **3,9%** και των Πορτογαλικών από το **7,35%** στο **5,35%**). Πλέον δε φαντάζει τόσο το μακρινό το σενάριο της εξόδου και της Ελλάδας στις αγορές Ομολόγων μέσα στο 2014, μετά την Ιρλανδία και την Πορτογαλία. Αντίστοιχα χαμηλά με το 2013 αναμένεται να κινηθεί και το 2014 και η διαπραγματευτική αγορά, με τα επιτόκια να διατηρούνται οριακά πάνω από το μηδέν λόγω της παροχής ρευστότητας από την κεντρική Τράπεζα, κάτι που αναμένεται να ωθήσει τους επενδυτές σε πιο ελκυστικές επενδύσεις υψηλότερου κινδύνου.

Στην άλλη πλευρά του Ατλαντικού, η οικονομία είναι ήδη για δεύτερη χρονιά σε ανάκαμψη (καθώς το 2012 και 2013 το Αμερικανικό ΑΕΠ γνώρισε ανάπτυξη κατά **2,8%** και **1,8%** αντίστοιχα), γεγονός που επιτρέπει στην κεντρική Τράπεζα της χώρας (FED) να αρχίσει να περιορίζει τα μέτρα ποσοτικής χαλάρωσης της νομισματικής της πολιτικής. Οι εκτιμήσεις για



το 2014 συγκλίνουν σε ανάπτυξη κατά **2,9%** και μείωση της ανεργίας οριακά κάτω του **7%** (κάτι που διαχρονικά αποτελεί δείκτη ανάπτυξης και ευημερίας της Αμερικάνικης οικονομίας, ανεργία <7%), και ήδη από το Δεκέμβρη ανακοινώθηκε η μείωση του προγράμματος επαναγοράς κυβερνητικών και ενυπόθηκων δανείων κατά **10** δις δολάρια κάθε μήνα όσο τα στοιχεία παραμένουν ενθαρρυντικά (σημειώνεται πώς μέχρι το 2013 η FED επαναγόραζε σε μηνιαία βάση **85** δις δολάρια, συσσωρεύοντας στον ισολογισμό της Ομολόγα συνολικής αξίας τεσσάρων τρις δολαρίων). Ο περιορισμός παροχής ρευστότητας στην αγορά Ομολόγων ήδη μέσα στο 2013 είχε πιέσει τις τιμές των Ομολόγων, ανεβάζοντας ενδεικτικά την απόδοση του δεκαετούς κυβερνητικού Ομολόγου από το **1,7%** στα τέλη του 2012, λίγο πάνω από το **3%** το Δεκέμβρη του 2013, ενώ οι εκτιμήσεις ανεβάζουν τις αποδόσεις στα **10ετή** Ομολόγα στο **3,6%-3,8%**, ενώ μικρότερη εκτιμάται η άνοδος των επιτοκίων των βραχυπρόθεσμων ομολόγων, ανεβάζοντας την κλίση της καμπύλης επιτοκίων. Αντίστοιχη αναμένεται να είναι και η πορεία των επιτοκίων στη διατραπεζική αγορά, από

τα ιστορικά χαμηλά του **0,0-0,25%** την τελευταία πενταετία όπου κρατήθηκαν κυρίως λόγω της νομισματικής επέκτασης, σε επίπεδα πιο εξορθολογισμένα κοντά στο ύψος του πληθωρισμού (ο οποίος από το **1,3%** στο τέλος του 2013 και αναμένεται να προσεγγίσει το στόχο του **2%** μέσα στο έτος).

Ενώ η Ιαπωνία μετά από χρόνια φαίνεται να βγαίνει από το φαύλο κύκλο του αποπληθωρισμού και της ύφεσης, χάρη κυρίως στο πρόγραμμα επαναγοράς ομολόγων από την κεντρική τράπεζα της χώρας, οι ανησυχίες για τη διατηρησιμότητα της ανάπτυξης της Κίνας παραμένουν, καθώς η επέκταση του ΑΕΠ στηρίζεται όλο και περισσότερο στην εσωτερική καταπόνηση και στην αγορά κατοικίας.

Αναπτυσσόμενες αγορές ένα θέμα προσέγγισης μέσω Γενικής Ισορροπίας

Το έτος που ολοκληρώθηκε τέθηκαν επί τάπητος διάφορα συσσωρευόμενα προβλήματα και καταδείχθηκαν αδυναμίες δεκαετιών και αλλαγές δεδομένων διεθνώς σε ότι αφορά τα "αυτονόητα". Έτσι είδαμε τις αμερικάνικες αγορές υπό την ύπαρξη σημαντικών ανισορροπιών σε θέματα ελλειμμάτων και χρέους να προσπαθούν εδώ και δύο χρόνια να δώσουν μια τουλάχιστον σημαντική διόρθωση αλλά αυτή να μην έρχεται, κινούμενες συνεχώς προς νεότερα υψηλά. Είδαμε τους κύριους ευρωπαϊκούς δείκτες να ακολουθούν υπό μεταβαλλόμενους ρυθμούς, δυναμική και χρονισμούς σε μια Ευρωπαϊκή οικονομία που μαστίζεται από την κρίση χρέους, τις δημοσιονομικές

ανισορροπίες και τον εν πολλοίς τρύπιο και προβληματικότατο τραπεζικό τομέα. Τέλος είδαμε τους δύο κύριους Ασιατικούς δείκτες HANG SENG και NIKKEI **225** να κινούνται με μεταβαλλόμενους ρυθμούς και χρονισμούς στη σκιά των αμερικάνικων, ακολουθώντας μια καθαρά τασική λογική ειδικά το τελευταίο εξάμηνο. Την ίδια περίοδο, οι αναπτυσσόμενες παρουσίασαν πολλαπλές εικόνες. Άλλες υποχώρησαν έντονα, άλλες λιγότερο. Κι από αυτές, κάποιες συνεχίζουν να υποφέρουν, ενώ άλλες έδειξαν να επανέρχονται. Αιτίες προς τούτο μια σειρά θεμάτων, όπως π.χ. ότι οι αναπτυσσόμενες οικονομίες με έντονο εξαγωγικό χαρακτήρα έδειξαν καλύτερη προσαρμοστικότητα, αρκεί



Λουκέρης Θωμάς
Σύμβουλος Επενδύσεων
Στέλεχος Intracom Telecom

βέβαια οι ρυθμοί ανάπτυξής τους να μην αντισταθμίζονταν έντονα από συναλλαγματικού τύπου προβλήματα. Αυτό παραπέμπει σε μια αποτίμηση προοπτικής στηριγμένη στη λογική των ταμειακών ροών, όπου όταν αυτές είναι επαρκείς και σε σκληρό νόμισμα, επιφέρουν και καλύτερη αποτιμησιακή συμπεριφορά στους δείκτες των χωρών αυτών. Επιπλέον, εφόσον η προσπάθεια των κύριων κεντρικών τραπεζών για "καλές αγορές" συνεχιστεί, δεν μπορεί παρά η αυξημένη ρευστότητα που κυριαρχεί σε διεθνές επίπεδο να διαχυθεί εντονότερα και στις αναδυόμενες. Φυσικά αυτό δεν θα γίνει ούτε με τον ίδιο τρόπο, ούτε με τον ίδιο ρυθμό, ούτε με τον ίδιο χρονισμό για όλες, κάτι που ήδη έχουμε παρατηρήσει και θα εξακολουθήσει. Κατά συνέπεια, η προοπτική τους δεν μπορεί να απεικονιστεί συνολικά καθώς εξαρτάται τόσο από την ίδια την "επιχειρηματική" δομή κάθε επιμέρους οικονομίας, όσο και από την πορεία των κύριων ανεπτυγμένων αγορών. Ενυπάρχει δηλαδή μια λογική αποτίμησης σε δύο στάδια. Πρώτο είναι αυτό μιας προσέγγισης Γενικής Ισορροπίας των αγορών (General Equilibrium approach) και δεύτερο, αυτό μιας τοπικής βελτιστοποίησης ανά επιμέρους

αναπτυσσόμενη αγορά (Partial Equilibrium approach), με τη δεύτερη προσέγγιση να αποτελεί δευτερεύουσα απόφαση, αφού πρώτα ξεκαθαρίσει η πρώτη. Συνοψίζοντας λοιπόν και εφόσον ληφθούν υπόψη και οι κάτωθι παράμετροι:

- στις ΗΠΑ, το δημόσιο χρέος μπορεί να απορροφηθεί (αν χρειαστεί) ολόκληρο από τη FED με τύπωμα χρήματος, αρκεί να εξυπηρετείται ο διπτός σκοπός ανάπτυξης και χαμηλού πληθωρισμού
- στην Ευρώπη εφόσον δεν τεθεί θέμα διάλυσης της ευρωζώνης (που δεν είναι η βασική υπόθεση εργασίας αλλά πάντα θα υπάρχει ως ενδεχόμενο) η ΕΚΤ μπορεί να καλύψει ότι χρειαστεί τουλάχιστον για ένα σημαντικό κομμάτι του πυρήνα των μεγάλων οικονομιών υπό ανάλογες δημοσιονομικές προσαρμογές
- στην Ασία όλα θα κινούνται γύρω από τον χρηματιστηριακό παλμό των ΗΠΑ και (δευτερευόντως) της Ευρώπης, καθώς υπάρχουν χρόνια δομικά προβλήματα σε Ιαπωνία και τα τελευταία χρόνια σε επίπεδο αφανούς εσωτερικού χρέους σε Κίνα.

■ ο χρυσός πιθανότατα θα διατηρηθεί σε χαμηλότερα επίπεδα από τα ψηλά του, ειδικά αν δημιουργηθούν συνθήκες υψηλότερων επιτοκίων πρώτα σε ΗΠΑ και ενδεχομένως δευτερευόντως αργότερα σε Ευρώπη που θα σηματοδοτούν αναπτυξιακή λειτουργικότητα και καλύτερες κεφαλαιακές χρηματικές αποδόσεις στις αγορές χρήματος κι ομολόγων

Με αυτές τις παραμέτρους κατά νου -και υπό την απουσία κάποιου σημαντικού κι εξωγενούς για το οικονομικό περιβάλλον γεωπολιτικού συμβάντος (που δεν μπορεί να αποκλειστεί όπως εξελίσσονται τα πράγματα τόσο σε Μέση Ανατολή, όσο και στις περιοχές υψηλού ρίσκου μεταξύ Ιαπωνίας-Κίνας και Β.Κορέας αλλά που μέχρι στιγμής όλο και αποφεύγεται)- τόσο οι ανεπτυγμένες, όσο και σε δεύτερο επίπεδο οι αναπτυσσόμενες αγορές, διατηρούν μια καλή και θετική προοπτική για το 2014. Μένοντας στο καθαρά οικονομικό / δημοσιονομικό πεδίο, μένει να δούμε κατά πόσο η FED θα καταφέρει για άλλη μία χρονιά να κρατήσει τις "μαγικές" ισορροπίες ανάμεσα σε δημοσιονομικές ανάγκες, μείωση των κεφαλαιακών παρεμβάσεων που έχει εξαγγείλει και στήριξης της

ανάπτυξης. Αν εκεί το πράγμα πάει καλά, τόσο η Ευρώπη, όσο και η Ασία -με τα όποια σοβαρά προβλήματά τους- αναμένεται λίγο πολύ να προσαρμόζονται και να ακολουθούν, έστω κι ασθμαίνοντας. Αν το πράγμα στραβώσει έστω και μερικώς στις ΗΠΑ, αναμένονται πιθανές βίαιες κι απρόβλεπτες καταστάσεις μεγαλύτερης ή μικρότερης κλίμακας και στις δύο άλλες οικονομικές περιοχές, με ανάλογες και πολλαπλασιαστικές προεκτάσεις και για τις αναδυόμενες.

Οι επενδυτικές επιλογές του 2014

Το τέλος κάθε χρονιάς συνήθως συμπίπτει με μια προσπάθεια παρουσίασης των ευκαιριών αλλά και των προκλήσεων που είναι πιθανόν να αντιμετωπίσουμε την επόμενη χρονιά.

Αν και κάθε προσπάθεια πρόβλεψης ενέχει τον κίνδυνο αποτυχίας εντούτοις η συγκεκριμένη προσπάθεια το 2014 γίνεται ακόμα πιο δύσκολη καθώς έχουμε διανύσει **5** χρόνια συνεχούς ανόδου των μετοχικών αγορών παγκοσμίως.

Από την άλλη πλευρά, η αξιολόγηση επενδυτικών επιλογών μπορεί να γίνεται και με βάση τις ιστορικές αποδόσεις, όμως η σημαντικότερη παράμετρος είναι αν αυτές οι επιλογές είναι ακρι-



Παπασιύρου Ανδρέας
Οικονομολόγος

βές ή φθηνές με βάση τα θεμελιώδη μεγέθη τους με ιστορικούς όρους, αλλά και πιο είναι το τρέχον μακροοικονομικό περιβάλλον που θα επηρεάσει την μελλοντική συμπεριφορά τους.

Με βάση τα δεδομένα για το 2014 οι μετοχές παγκοσμίως παραμένουν η πιο ελκυστική επιλογή. Αν και με ιστορικούς όρους δεν μπορούν να χαρακτηρισθούν φθηνές εντούτοις σε καμία περίπτωση δεν μπορούν να χαρακτηρισθούν επικίνδυνες φούσκες. Ακόμα και αν σταματήσει όπως προβλέπεται το καθεστώς ποσοτικής χαλάρωσης της κεντρικής τράπεζας των ΗΠΑ, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια στις ανεπτυγμένες χώρες θα παραμείνουν χαμηλά για μεγάλο χρονικό διάστημα και θα

εξακολουθούν να δρούν επιβιοθητικά στην ανάπτυξη της οικονομίας, στην μείωση της ανεργίας, στην αύξηση των εταιρικών κερδών και στη μείωση των εταιρικών χρεοκοπιών. Ανάμεσα στις μετοχικές αξίες οι ευρωπαϊκές μετοχές, διαφαίνεται ότι έχουν τα μεγαλύτερα περιθώρια ανόδου. Ο συνδυασμός, μιας αναμενόμενης ήπιας ανάκαμψης της τάξης του **1%** στο ΑΕΠ, της πολιτικής της Κεντρικής Ευρωπαϊκής Τράπεζας να διατηρήσει τα επιτόκια χαμηλά και πιθανόν αρνητικά για μεγάλο χρονικό διάστημα ίσως και μέχρι το 2016 και το γεγονός ότι τα κέρδη σε ευρωπαϊκό επίπεδο παραμένουν **35%** χαμηλότερα σε σχέση με τα υψηλά του 2007, καθιστά τις ευρωπαϊκές μετοχές την καλύτερη επενδυτική επιλογή. Η διατήρηση χαμηλών επιτοκίων θα έχει ως αποτέλεσμα την περαιτέρω μείωση του χρηματοοικονομικού κόστους με ευεργετικά αποτελέσματα στις Ευρωπαϊκές τράπεζες αλλά και στις οικονομίες της περιφέρειας με περαιτέρω συρρίκνωση των spreads. Κλειδί στην όλη προσπάθεια ανάκαμψης θα είναι η απόφαση στην Ευρωπαϊκή πολιτική τάξης να περάσει από ένα κατακερματισμένο χρηματοοικονομικό σύστημα

σε μια αξιόπιστη τραπεζική ενοποίηση. Οι μεγαλύτεροι κίνδυνοι είναι η εμφάνιση αποπληθωρισμού (αναμένεται πληθωρισμός **0,7%**) και φαινόμενο ιαπωνοποίησης που θα δυσκολέψει σημαντικά την ανάκαμψη και οι Ευρωεκλογές του Μαΐου με τον πολιτικό κίνδυνο της ανόδου των ευρωσκεπτικιστών. Οι δύο τελευταίοι κίνδυνοι είναι σημαντικοί και για την Ελλάδα καθώς ο πρώτος υπονομεύει την προσπάθεια της χώρας για μείωση του χρέους προς το ΑΕΠ ενώ ο δεύτερος αποτελεί καταλύτη για την πορεία των spreads και κατακτάση των μετοχικών αξιών στην Ελλάδα. Φυσικά στην Ελλάδα οι εξελίξεις θα εξαρτηθούν άμεσα και καθοριστικά από τα αποτελέσματα της διαπραγμάτευσης που θα λάβει χώρα μεταξύ της Ελλάδας και των δανειστών της για την μείωση του χρέους στο πρώτο εξάμηνο του 2014.

Το περιβάλλον των χαμηλών επιτοκίων στην Ευρώπη ευνοεί και την αγορά των εταιρικών ομολόγων. Η μικρή αναμενόμενη αύξηση των αποδόσεων των κυβερνητικών δεκαετών γερμανικών ομολόγων στα επίπεδα του **2%** με **2,25%** απόρροια της αύξησης των αμερικανικών δεν αναμένεται να επη-

ρεάσει τα εταιρικά ευρωπαϊκά ομόλογα των οποίων τα spreads αναμένεται να μειωθούν ακόμα περισσότερο ειδικά στα ομόλογα με υψηλά κουπόνια καθώς η οικονομία θα ανακάμπτει και ο πληθωρισμός θα παραμένει σε χαμηλά επίπεδα. Ομοίως και για τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης που όμως καλύτερα θα ήταν να συνοδεύονται με μια στρατηγική πώλησης σε κυβερνητικά δεκαετή αμερικανικά ομόλογα των οποίων οι αποδόσεις αναμένεται να κινηθούν στο **3,25%** με **3,5%** από την περιοχή του **3%** που είναι σήμερα.

Όσον αφορά στην Ιαπωνία η κεντρική τράπεζα της χώρας πιθανόν να προβεί σε ένα νέο γύρο ποσοτικής χαλάρωσης με αποτέλεσμα την περαιτέρω αποδυνάμωση του yen στα επίπεδα του **110** έναντι του δολαρίου και πιθανή ενδυνάμωση του ιαπωνικού χρηματιστηρίου καθώς θα επωφεληθούν περαιτέρω οι εξαγωγικές ιαπωνικές επιχειρήσεις.

Τέλος ο χαμηλός πληθωρισμός δεν ευνοεί τα εμπορεύματα που αποτελούν αντιστάθμισμα έναντι μελλοντικών πληθωριστικών πιέσεων όπως τα πολύτιμα μέταλλα, τα αγροτικά

εμπορεύματα καθώς και ομόλογα προστασίας έναντι πληθωρισμού τα οποία υποσπέδωσαν σημαντικά το 2013 και αναμένεται το ίδιο και για το 2014 και για τουλάχιστον όσον καιρό δεν εμφανίζονται πληθωριστικές πιέσεις.

Ολοκληρωμένη διαχείριση χαρτοφυλακίων: Η αξία της συνεπούς τήρησης των σταδίων της επενδυτικής διαδικασίας

Είναι γεγονός αναμφισβήτητο πως η πρόσφατη παγκόσμια χρηματοπιστωτική κρίση και οι υποκείμενες γενικευμένες αβεβαιότητες στις αγορές, ανέδειξαν με τον πλέον χαρακτηριστικό τρόπο την υψηλή αξία της συνεπούς τήρησης των σταδίων της επενδυτικής διαδικασίας στα πλαίσια της επαγγελματικής διαχείρισης κεφαλαίων.

Στα χρόνια της ύφεσης, η ενδελχής και διαφανής πλήρωση της παραπάνω αναγκαιότητας, συνιστά για όλους εμάς στην Attica Wealth Management ΑΕΔΑΚ, μια αδιαπραγμάτευτα θεμελιώδη αρχή, η οποία ως απώτερο στόχο έχει την προστασία και κερδοφόρο μεγέθυνση των χαρτοφυλακίων των

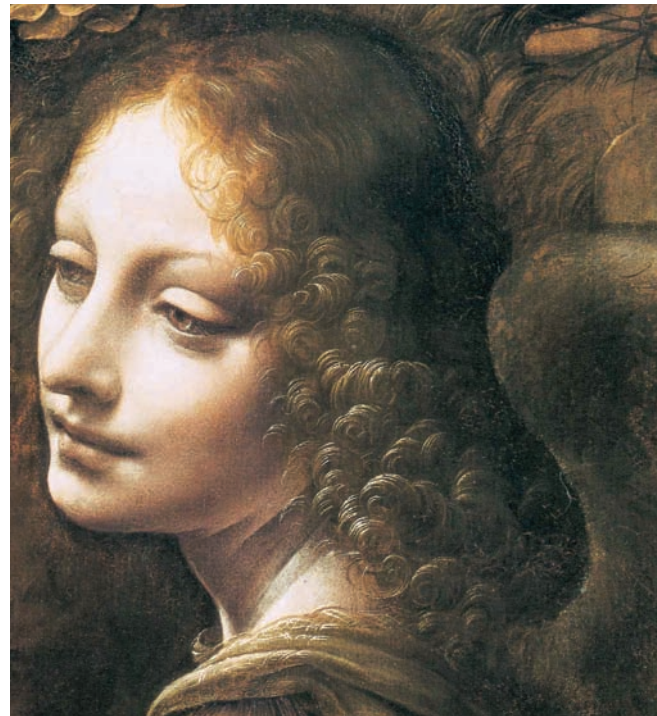
Δρ. Ξυδώνας Παναγιώτης
Λέκτορας Διοίκησης & Στρατηγικής στο Τμήμα
Μηχανικών Οικονομίας &
Διοίκησης του Πανεπιστημίου Αιγαίου



δίων της επένδυσης, από την πλευρά της εταιρείας διαχείρισης, οδηγεί συχνά σε αποτελέσματα εκτεταμένης ζημίας, τα οποία είναι πιθανό ακόμα και να μην σχετίζονται με την πορεία των αγορών.

Τα βήματα της διαδικασίας διαχείρισης χαρτοφυλακίων είναι δυνατόν να ομαδοποιηθούν σε μια σειρά τεσσάρων διαδοχικών φάσεων: α) τη φάση του σχεδιασμού, β) τη φάση της κατασκευής, γ) τη φάση της αξιολόγησης, και δ) τη φάση του ανασχεδιασμού.

Κατά τη φάση του σχεδιασμού (planning phase), καθορίζονται με ενδελέχεια οι στόχοι (investment objectives) και οι περιορισμοί (investment constraints) του επενδυτή και στη βάση αυτών αναπτύσσονται οι στρατηγικές που πρόκειται να ακολουθηθούν. Παράλληλα, μελετώνται οι συνθήκες που διαμορφώνουν το οικονομικό κλίμα κατά την εξεταζόμενη χρονική συγκυρία και αναλύονται οι προοπτικές των διαφόρων βιομηχανικών κλάδων (industry analysis) και τα χαρακτηριστικά τόσο μεμονωμένων χρεογράφων (security analysis), όσο και ευρύτερων ομάδων αυτών (sector analysis). Απώτερος στόχος της



ανάλυσης αυτής είναι η εξαγωγή εκτιμήσεων και προβλέψεων αναφορικά στην πορεία της αγοράς (capital market expectations), τόσο στο μικρό, όσο και στο μακρο-επίπεδο.

Κατά τη φάση της κατασκευής (construction phase), καθορίζεται σε πρώτο χρόνο ο επιμερισμός του κεφαλαίου (asset allocation) του επενδυτή σε διάφορους τύπους επενδυτικών προϊόντων (asset classes), όπως π.χ. μετοχικούς τίτλους, κρατικά ή εταιρικά ομόλογα, έντοκα γραμμάτια δημοσίου κλπ. Ανάλογα με το αν θα πρέπει να υλοποιηθεί μια βραχυπρόθεσμη ή μια μακροπρόθεσμη επενδυτική πολιτική, ο επιμερισμός του κεφαλαίου σε διάφορους τύπους επενδυτικών προϊόντων είναι δυνατόν να έχει είτε τακτικό, είτε στρατηγικό χαρακτήρα (tactical or strategic asset allocation). Στη συνέχεια, για κάθε τύπο επενδυτικών προϊόντων, επιλέγονται εκείνα τα χρεόγραφα (security selection), τα οποία στη βάση της ανάλυσης που πραγματοποιήθηκε κατά τη φάση του σχεδιασμού, παρουσιάζονται να έχουν τα πιο ελκυστικά χαρακτηριστικά.

Η φάση της κατασκευής ολοκληρώνεται με τον ακριβή καθορισμό των ποσοστών του κεφαλαίου που θα επενδυθεί σε

κάθε ένα από τα παραπάνω χρεόγραφα. Ο καθορισμός των ποσοστών του κεφαλαίου που θα επενδυθεί σε κάθε χρεόγραφο αποτελεί τη διαδικασία της βελτιστοποίησης του χαρτοφυλακίου (portfolio optimization) και πραγματοποιείται, είτε ευρεστικά, δηλαδή απευθείας και εμπειρικά από τον διαχειριστή ή την επενδυτική επιτροπή (investment committee), είτε εσχάτως όλο και πιο εκτεταμένα, μέσω της χρήσης αλγοριθμικών τεχνικών μαθηματικού προγραμματισμού (mathematical programming).

Κατά τη φάση της αξιολόγησης (evaluation phase), μετράται η επίδοση των χαρτοφυλακίων με τη χρήση προσαρμοσμένων στον κίνδυνο μέτρων απόδοσης (risk-adjusted performance measures) και συγκρίνεται η επίδοση αυτή με εκείνες των διαφόρων χαρτοφυλακίων της αγοράς (market portfolios) ή άλλων χαρτοφυλακίων τα οποία χρησιμοποιούνται ως πρότυπα (benchmark portfolios). Παράλληλα, ελέγχονται οι αποκλίσεις που καταγράφηκαν σε σχέση με τους στόχους και περιορισμούς που έθεσε ο επενδυτής και εξετάζεται το κατά πόσο τηρήθηκαν οι στρατηγικές που σχεδιάστηκαν αρχικά. Τέλος, κατά τη φάση του

ανασχεδιασμού (revision phase), είναι δυνατόν να διαφοροποιηθούν τόσο οι αρχικές αποφάσεις που αφορούν στον επιμερισμό του κεφαλαίου στους διάφορους τύπους επενδυτικών προϊόντων, όσο βέβαια και αυτές που αφορούν στην επιλογή συγκεκριμένων χρεογράφων και στον καθορισμό των ποσοστών του κεφαλαίου που επενδύεται σε κάθε ένα από αυτά (portfolio rebalancing). Οι διαφοροποιήσεις αυτές είναι δυνατόν να επιβληθούν είτε εξαιτίας της αλλαγής των προτιμήσεων του επενδυτή, δηλαδή των στόχων και περιορισμών που αυτός έχει θέσει, είτε εξαιτίας της αλλαγής των συνθηκών που επικρατούν στην αγορά. Σε κάθε περίπτωση, οι μεταβολές που συνδέονται με την αλλαγή της πολιτικής του επενδυτή ή την αλλαγή παραμέτρων της αγοράς, παρακολουθούνται σε συνεχή χρόνο και λαμβάνονται υπόψη κατά τη φάση που το χαρτοφυλάκιο κρίνεται ότι πρέπει να ανασχεδιαστεί. Στη βάση του επικρατέστερου ορισμού, οι Maginn et al. (2007) ορίζουν τη διαχείριση χαρτοφυλακίου ως μια επαναληπτική διαδικασία κατά την οποία: α) οι στόχοι και οι περιορισμοί του επενδυτή ταυτοποιούνται και καθορίζονται, β) αναπτύσσονται ολοκληρωμένες επενδυτικές στρατηγικές, γ) η σύν-

θεση του χαρτοφυλακίου αποφασίζεται με ενδελέχεια, δ) οι αποφάσεις που λαμβάνει ο επενδυτής υποστηρίζονται από επαγγελματίες συμβούλους και υλοποιούνται από πιστοποιημένους χρηματιστές, ε) η απόδοση του χαρτοφυλακίου μετράται και αξιολογείται, στ) οι προτιμήσεις του επενδυτή και η αλλαγή των συνθηκών της αγοράς παρακολουθούνται διαρκώς, και ζ) η σύνθεση του χαρτοφυλακίου ανασχεδιάζεται όποτε κριθεί απαραίτητο.

Συμπερασματικά, η φιλοσοφία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου, στοχεύει και άπτεται ιδιαιτέρως της ανάγκης να προτυποποιηθεί με ακρίβεια το προφίλ στοχοθεσίας, αναγκών και ανοχής κινδύνου κάθε πελάτη ξεχωριστά. Περαιτέρω, η εμπειρία, η τεχνογνωσία και το κύρος της εταιρείας διαχείρισης και των ανθρώπων της, είναι εκείνες οι κρίσιμες παράμετροι που θα μετατρέψουν τα κεφάλαια των επενδυτών σε πηγές και στοιχεία κερδοφορίας.

Ρήτρα Αποποίησης Ευθύνης:

Οι απόψεις, τιμές, ποσά ή επιτόκια και κάθε προφορική ή γραπτή ανάλυση είναι ενδεικτικές, αντανακλούν καλόπιστα γενόμενες παραδοχές και εκτιμήσεις μας όπως και τη διαθέσιμη σε μας πληροφορόρηση για τα σχετικά δεδομένα της αγοράς, έχουν δε απλώς ενημερωτικό χαρακτήρα και δεν συνιστούν σε καμία περίπτωση προτροπή για πραγματοποίηση οποιασδήποτε συναλλαγής.

Τα δεδομένα που παρατίθενται 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 Attica Wealth Management ΑΕΔΑΚ Εταιρία Αμοιβαίων Κεφαλαίων 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 πληροφορόρηση είναι πλήρης και ακριβής. Οι απόψεις που διατυπώνονται ισχύουν κατά τη χρονική στιγμή εκδόσεως του εντύπου και υπόκεινται σε αναθεώρηση χωρίς οποιαδήποτε προειδοποίηση. Κάθε επενδυτική απόφαση πρέπει να λαμβάνεται με ίδια κρίση του επενδυτή και να βασίζεται σε προσωπική ενημέρωση και αξιολόγηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου. Η Attica Wealth Management ΑΕΔΑΚ Εταιρία Αμοιβαίων Κεφαλαίων δεν παρέχει (άμεσα ή έμμεσα) συμβουλευτικές υπηρεσίες, παρά μόνον κατόπιν ρητής έγγραφης συμφωνίας παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, τόσο δε η Attica Wealth Management ΑΕΔΑΚ Εταιρία Αμοιβαίων Κεφαλαίων 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.



Χρήστου Λαδά 2, 105 61, Αθήνα

Τηλ.: 210 3396 860 - Fax: 210 3238 697

Email: info@atticawealth.gr - www.atticawealth.gr

