

Επιτόκια: Ο επόμενος καταλύτης για τον επενδυτικό χάρτη

Το 2015 έχει μέχρι στιγμής ανταμείψει τους επενδυτές που στράφηκαν προς τις μετοχικές αγορές, είτε πρόκειται για αναπτυσσόμενες είτε για αναδυόμενες. Οι αποδόσεις που έχουν καταγραφεί στους πέντε πρώτους μήνες του έτους είναι σημαντικές και σε μερικές περιπτώσεις πάνω από τον διαχρονικό μέσο όρο, με αποτέλεσμα πολλές αγορές είτε να κινούνται πολύ κοντά στα ιστορικά υψηλά τους είτε να σημειώνουν καινούργια υψηλά. Καταλυτικό ρόλο σε αυτή την πορεία έχουν παίξει τα προγράμματα ποσοτικής χαλάρωσης (Ευρωζώνης και Ιαπωνίας) και γενικά οι χαλαρές νομισματικές πολιτικές σε παγκόσμιο επίπεδο, που έχουν ενισχύσει τις προσδοκίες για ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας ενώ έχουν ταυτόχρονα δημιουργήσει και συνθήκες πλεονάζουσας ρευστότητας, μέρος της οποίας διοχετεύεται, καλώς ή κακώς, στις αγορές. Ακόμη και οι αμερικανικές αγορές, που δεν καρφώνονται απλόντα οφέλη ενός προγράμματος ποσοτικής χαλάρωσης, κινούνται από την αρχή του έτους σε θετικό έδαφος, καθώς διαφώνησαν οι φόβοι των αναλυτών για σημαντική μείωση των εταιρικών κερδών κατά το πρώτο τρίμηνο του έτους λόγω της ενίσχυσης του δολαρίου. Συγκεκριμένα, οι αναλυτές ανέμεναν για το τρίμηνο Ιανουαρίου - Μαρτίου πτώση των κερδών κατά 4,7%, ενώ σύμφωνα με τις μετρήσιμα ανακοινώσεις και με αναγωγή (blending) όλων

εταιρειών δεν έχουν ακόμη ανακοινώσει, τα εταιρικά κέρδη ενισχύθηκαν κατά 0,1%, ανακαπιζοντας προς το παρόν τις όποιες διαθέσεις των επενδυτών για ρευστοποιήσεις. Ουσιαστικά, οι αγορές βιώνουν σχεδόν τον 7ο χρόνο ενός έντονα ανοδικού κύκλου (bull market) και τίθεται εύλογα το ερώτημα για τι θα μπορούσε να ανακόψει αυτήν την πορεία. Η απάντηση μπορεί να βρίσκεται στην πορεία των επιτοκίων, όπως αυτά αντικατοπτρίζονται από τις αποδόσεις των ομολόγων και ειδικά των αμερικανικών.

Τον τελευταίο καιρό παρατηρείται έντονη νευρική κατάσταση στις αγορές ομολόγων, με αποτέλεσμα οι αποδόσεις να έχουν ενισχυθεί σημαντικά, προεξοφλώντας ότι η περίοδος των χαμηλών επιτοκίων βγαίνει προς το τέλος της και είμαστε πολύ κοντά στην έναρξη ενός νέου κύκλου. Κεντρικό ρόλο σε αυτή την εκτίμηση έχουν παίξει οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων οι οποίες έχουν ενισχυθεί σημαντικά τον τελευταίο καιρό, παρόλες τις προσπάθειες της Fed σε λεκτικό επίπεδο να μεταδώσει στις αγορές ότι η μετάβαση αυτή θα γίνει με ομαλό και αργό ρυθμό. Αυτή η τάση έχει παρατηρηθεί και σε άλλα κυβερνητικά ομόλογα, με πιο χαρακτηριστικό παράδειγμα αυτά της Ευρωζώνης, που παρά το πρόγραμμα ποσοτικής χαλάρωσης έχουν καταγράψει σημαντική άνοδο των αποδόσεων τους. Οι επενδυτές έχουν στραμμένη την προσοχή

τους κυρίως στα αμερικανικά ομόλογα, γιατί αποτελούν βάση αναφοράς (benchmark) για πάρα πολλά χρηματοοικονομικά προϊόντα (χρεόγραφα), ενώ αυτόχρονα αποτελούν αναπόσπαστο κομμάτι για την αποτίμηση των αμερικανικών μετοχικών αξιών, καθώς επηρεάζουν το προεξοφλητικό επιτόκιο. Παράλληλα, δύνανται να πυροδοτήσουν μια μετατόπιση κεφαλαίων σε επίπεδο επενδυτικών κατηγοριών (asset class rotation) καθώς οι αποδόσεις τους μπορεί να γίνουν ελκυστικές σε συγκριτικό επίπεδο με βάση το ρίσκο (on a risk return basis). Πρακτικά αυτό σημαίνει ότι μπορεί να πραγματοποιηθεί μια ριζική αλλαγή του επενδυτικού χάρτη, κατά την οποία οι επενδυτές θα επαναπροσδιορίσουν το επενδυτικό ρίσκο και με βάση αυτό ενδεχομένως να προχωρήσουν σε σημαντικές αναδιαρθρώσεις των χαρτοφυλακίων τους. Η διάθεση αυτή θα ενισχυθεί όσο οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων ανεβαίνουν, με σημείο αναφοράς (threshold) το 3%. Στα επίπεδα αυτά εκτιμάται ότι θα γίνει ένας σημαντικός επαναπροσδιορισμός όλων των κινητών αξιών, μια διαδικασία που θα ωφελήσει ορισμένες κατηγορίες και ενδεχομένως να δημιουργήσει πιέσεις σε άλλες, ανάλογα με την ποιότητα των μακροοικονομικών αλλά και των εταιρικών μεγεθών.

Με βάση τα παραπάνω, και σε ομολογιακό επίπεδο, προσοχή χρειάζεται στα χρεόγραφα χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης, καθώς το

αυξημένο κόστος δανεισμού θα μειώσει τις μελλοντικές προοπτικές των εταιριών αυτών. Στον αντίποδα, ωφελημένα θα βγουν τα κρατικά χρεόγραφα αναπτυσσόμενων χωρών, τα οποία θα προσφέρουν μια ικανοποιητική απόδοση με βάση το ρίσκο (risk adjusted), καθώς και τα ομόλογα που προσφέρουν προστασία έναντι του πληθωρισμού ή με κοινό κερματικό επιτόκιο. Σε μετοχικό επίπεδο, και με βάση τον γεωγραφικό προσδιορισμό, σε ένα τέτοιο περιβάλλον συνήθως η Ευρώπη και η Ιαπωνία υπεραποδίδουν της Αμερικής, ενώ με βάση τον κλαδικό προσδιορισμό οι κυκλικό κλάδοι συνήθως υπεραποδίδουν έναντι των αμυντικών, προεξοφλώντας του κλάδους της τεχνολογίας, των τραπεζών και των ασφαλιστικών (κυρίως των αμερικανικών). Τέλος, λιγότερο ελκυστικές θα καταστούν οι εταιρείες υψηλής μερισματικής απόδοσης, καθώς οι επενδυτές στην προσπάθειά τους για αναζήτηση αποδόσεων εισοδηματικού χαρακτήρα θα στραφούν προς τα ομόλογα.

Σε γενικές γραμμές, το 2015 χρήζει ιδιαίτερης προσοχής, καθώς στην περίπτωση ανόδου των επιτοκίων θα επαναπροσδιοριστούν πολλά, όπως προαναφέραμε, σε επίπεδο επενδύσεων.

*Ο κ. Κώστας Ασπμακόπουλος είναι διευθυντής Επενδύσεων στην Prelium Χρηματιστηριακή ΑΕΠΕΥ

Αποποίηση ευθύνης: Το παρόν κείμενο δεν αποτελεί σε καμία περίπτωση επενδυτική συμβουλή ούτε υποκίνηση ή προσφορά για συμμετοχή σε οποιαδήποτε συναλλαγή.

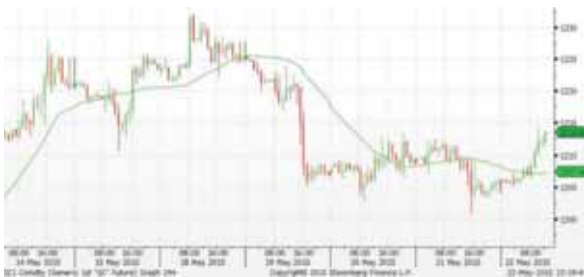
ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΕΥΡΩ / ΔΟΛΑΡΙΟΥ

Σε κλειδί πίεσεων βρέθηκε η ισοτιμία EUR/USD την εβδομάδα που πέρασε, αγγίζοντας και πάλι τα χαμηλά του μήνα στο 1,1062. Κύριοι παράγοντες της υποχώρησης αυτής ήταν η προαναγγελία του Μπενουά Κερέτζης η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα θα αυξήσει τις αγορές τίτλων τον Μάιο και τον Ιούνιο στο πλαίσιο του προγράμματος της ποσοτικής χαλάρωσης, λόγω της μειωμένης ρευστότητας τους καλοκαιρινούς μήνες, αλλά με πιθανή μείωση των αγορών των ομολόγων

πάλι τον Σεπτέμβριο. Επιπροσθέτως, το δολάριο ανέκαμψε λόγω των καλών μακροοικονομικών στοιχείων της Αμερικής (ενάρξεις νέων κατοικιών), όμως λόγω των κατώτερων των αναμενόμενων στοιχείων μεταποίησης του δείκτη Philly Fed, ο οποίος υποχώρησε σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα, η ισοτιμία EUR/USD κατάφερε να διορθωθεί ελαφρώς την Πέμπτη 21 Μαΐου. Την Παρασκευή 22 Μαΐου χωρίς η ισοτιμία βρισκόταν στο 1,1198.



ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΧΡΥΣΟΥ ΠΡΩΤΗΣ ΣΕΙΡΑΣ



Σχετικά έντονη μεταβλητότητα παρατηρήθηκε στην πορεία του πολύτιμου μετάλλου κατά τη διάρκεια της εβδομάδας από τις 15/5 έως τις 22/5, με την τιμή αυτού να κινείται σε ένα εύρος τιμών μεταξύ των 1.212 και 1.230 δολαρίων ανά ουγκιά. Βασικός παράγοντας που επηρέασε την τιμή αυτού υπήρξαν οι έντονες διακυμάνσεις στη βασική ισοτιμία EUR/USD.

Επιθυμώντας να παρουσιάσουμε το παραπάνω, σε αυτό το σημείο θα θέλαμε να τονίσουμε τη σημαντική εβδομαδιαία άνοδο της τάξεως του 3,1% που κατέγραψε το πολύτιμο μέταλλο από τις 11/5 έως και τις 15/5, λόγω της σημαντικής υποχώρησης που

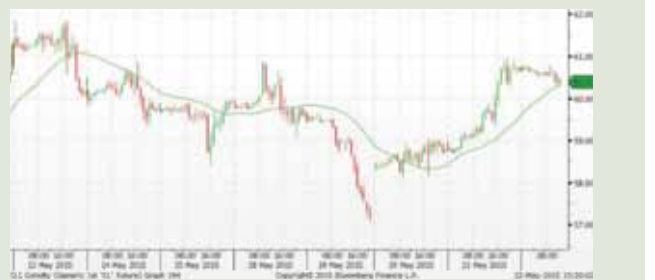
είχε σημειώσει το αμερικανικό δολάριο έναντι των βασικών του νομισμάτων: κινήθηκε πτωτικά στη συνεδρίαση της Τρίτης 19/5 στα 1.206 δολάρια ανά ουγκιά (-1,7%), αλλά και της Πέμπτης 21/5 στα 1.204 δολάρια ανά ουγκιά (-0,4%), καθώς η άνοδος του νομίσματος (αμερικανικό δολάριο) λειτουργεί ανασταλτικά για το εμπόρευμα, καθιστώντας το ακριβότερο για τους ξένους επενδυτές.

Ωστόσο, δεν πρέπει να ξεχνάμε πως, λόγω της προστασίας που παρέχει στο επενδυτικό κοινό ο χρυσός, η πορεία αυτού εξαρτάται και από τις εκάστοτε εξελίξεις που συμβαίνουν σε παγκόσμιο επίπεδο.

ΣΥΜΒΟΛΑΙΟ ΠΕΤΡΕΛΑΙΟΥ (ΠΡΩΤΗΣ ΣΕΙΡΑΣ - WTI CRUDE)

Θετική εικόνα παρατηρήθηκε στην τιμή του αργού πετρελαίου κατά τη διάρκεια αυτής της εβδομάδας (από 15/5 έως 22/5), καθώς οι προβλέψεις για βραδύτερο ρυθμό παραγωγής του εμπορεύματος από τις ΗΠΑ αλλά και η μείωση των αποθεμάτων της χώρας λειτούργησαν ενισχυτικά για την πορεία του εμπορεύματος και οδήγησαν την τιμή αυτού στα επίπεδα των 60 δολαρίων ανά βαρέλι. Επιπλέον, «θετική» εξέλιξη για την τιμή του εμπορεύματος στάθηκαν οι εντάσεις σε Ιράκ και Υεμένη, δημιουργώντας φόβους για προβλήματα στην

προμήθεια του εμπορεύματος. Ωστόσο, η άνοδος ήταν σχετικά περιορισμένη, εκδηλώνοντας μια επιφυλακτική στάση από την πλευρά των επενδυτών, καθώς η προσοχή πλέον είναι στραμμένη στην επόμενη συνεδρίαση του ΟΠΕΚ, η οποία είναι προγραμματισμένη για τις 5 Ιουνίου. Σε αυτό το σημείο αξίζει να αναφέρουμε πως δεν αποκλείεται να σημειωθεί έντονη μεταβλητότητα στην τιμή του πετρελαίου σε περίπτωση που δοθούν από τον ΟΠΕΚ στοιχεία για βασικά θέματα, όπως τα σχέδια εξαγωγής του εμπορεύματος στο Ιράν.





S&P 500

Στο νέο ιστορικό υψηλό των 2.130,82 μονάδων έκλεισε την Πέμπτη ο αμερικανός δείκτης, ενισχυμένος για τη βδομάδα που πέρασε (15-21/5) κατά 0,46%, εν μέσω εξαγορών-συγκωνεύσεων αλλά και εφρυσασμού των φόβων για πρόωπη αύξηση των επιτοκίων (τον Ιούνιο) από τη Fed. Θετικά επηρέασε το επενδυτικό κλίμα η δημοσίευση των τελευταίων πρακτικών της Κεντρικής Τράπεζας, όπου φάνηκε ότι η πιθανότητα αύξησης των επιτοκίων τον Ιούνιο είναι εξαιρετικά χαμηλή, αλλά και οι δηλώσεις του κεντρικού τραπεζίτη, Charles Evans, σύμφωνα με τον οποίο «η Fed θα πρέπει να κρατήσει τα επιτόκια σε μηδενικά επίπεδα μέχρι το 2016, καθώς ο πληθωρισμός παραμένει κάτω από τον στόχο της Κεντρικής Τράπεζας».

Όσον αφορά στη βδομάδα που ακολουθεί, να σημειώσουμε ότι αργία αποτελεί για την Αμερική η Δευτέρα 25η Μαΐου (Memorial Day), ενώ από τη μακροοικονομική ατζέντα, τις σημαντικότερες ανακοινώσεις αποτελούν η δεύτερη μέτρηση για το ΑΕΠ α' τριμήνου, όπου οι αναλυτές περιμένουν η θετική μέτρηση του 0,2% της πρώτης εκτίμησης να διαμορφωθεί σε αρνητική μέτρηση ύψους 0,9%, οι προκαταρκτικές μετρήσεις των δεικτών PMI της Markit για τη βιομηχανία και τις υπηρεσίες τον Μάιο, ο δείκτης εμπιστοσύνης του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν, οι παραγγελίες διαρκών και κεφαλαιουχικών αγαθών, οι πωλήσεις κατοικιών και τα επιδόματα ανεργίας.

STOXX EUROPE 600

Ανοδικά κινήθηκαν και τη βδομάδα αυτή (15-21/5) τα ευρωπαϊκά χρηματιστήρια, με τον σύνθετο πανευρωπαϊκό δείκτη να τερματίζει την Πέμπτη στις 407,87 μονάδες και με εβδομαδιαία κέρδη της τάξης του 2,48%, με την αποκλιμάκωση των αποδόσεων στην αγορά ομολόγων, τα καλά εταιρικά αποτελέσματα και τη διόρθωση του ευρώ έναντι του δολαρίου, μετά και τις δηλώσεις στελέχους της ΕΚΤ αναφορικά με το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων, να ενισχύουν το αγοραστικό ενδιαφέρον.

Πιο συγκεκριμένα, η δήλωση του μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ Benoît Coeure ότι η κεντρική τράπεζα θα υιοθετήσει εμπροσθοβαρή στρατηγική στις αγορές κρατικού χρέους, ενισχύοντας τις αγορές τον Μάιο και τον Ιούνιο ώστε να μην υπάρξουν στρεβλώσεις από την υποχώρηση της ρευστότητας στην αγορά το καλοκαίρι, έδωσε ώθηση στις ευρωπαϊκές αγορές, που αγνόησαν μια σειρά από χειρότερα των αναμενόμενων

οικονομικά στοιχεία. Θετικά επηρέασε τις αγορές και η παραμονή του ευρωπαϊκού νομίσματος σε χαμηλά επίπεδα, καθώς τόνωσε το ενδιαφέρον των επενδυτών για μετοχές ευρωπαϊκών εταιρειών με εξαγωγικό χαρακτήρα.

Από τις μακροοικονομικές ανακοινώσεις της βδομάδας που ακολουθεί, ενδιαφέρον παρουσιάζουν για τη Γερμανία οι γερμανικές εισαγωγές και εξαγωγές για το α' τρίμηνο του έτους, για τη Γαλλία οι καταναλωτικές δαπάνες, οι δείκτες τιμών παραγωγού Απριλίου για Γαλλία, Ιταλία και Ισπανία, οι προκαταρκτικές μετρήσεις για τον πληθωρισμό Μαΐου για Ιταλία και Ισπανία, οι τελικές μετρήσεις για το ΑΕΠ α' τριμήνου για την Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα και η προκαταρκτική για την Αγγλία, διάφοροι δείκτες εμπιστοσύνης (επιχειρήσεων, βιομηχανίας, υπηρεσιών, καταναλώσης) για Γερμανία, Γαλλία, Ιταλία, Πορτογαλία, Ευρωζώνη και Αγγλία, και τέλος οι λιανικές πωλήσεις Απριλίου για Γερμανία, Ισπανία, Πορτογαλία και Ελλάδα.



DAX

Σημαντικά ενισχύθηκε τη βδομάδα αυτή (15-21/5) ο γερμανικός δείκτης, που κλείνοντας την Πέμπτη στις 11.864,59 μονάδες και με εβδομαδιαία κέρδη 2,64% έχει καταγράψει συνολικά απόδοση από την αρχή του έτους ύψους 21%, έναντι σχεδόν εξίσου καλής απόδοσης 19,07% του STOXX Europe 600 και μικρών κερδών 3,49% του S&P 500. Να σημειωθεί ότι η ανοδική πορεία του δείκτη επιτεύχθηκε παρά τα απογοητευτικά νέα από το μέτωπο της οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, σε χαμηλότερα επίπεδα και κάτω από τις εκτιμήσεις των αναλυτών κινήθηκαν οι γερμανικοί δείκτες ZEW, ενώ και οι γερμανικοί δείκτες PMI για τη μεταποίηση και τις υπηρεσίες υποχώρησαν, ο πρώτος σε χαμηλό τρίμηνο και ο δεύτερος σε χαμηλό πενταμήνου. Οι δηλώσεις όμως του μέλους της Εκτελεστικής Επιτροπής της ΕΚΤ Benoît Coeure αναφορικά με το πρόγραμμα αγοράς ομολόγων και η υποχώρηση του ευρώ έναντι του δολαρίου κατάφεραν να ενισχύσουν το αγοραστικό ενδιαφέρον και να οδηγήσουν τον δείκτη σε υψηλότερα επίπεδα.



Στο μέτωπο της οικονομίας, και για τη βδομάδα αυτήν, οι επενδυτές θα εστιάσουν την προσοχή τους στις γερμανικές εισαγωγές και εξαγωγές για το α' τρίμηνο του έτους, στον δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης GfK για τον Ιούνιο, στους δείκτες εμπιστοσύνης IFO για τον Μάιο και, τέλος, στις λιανικές πωλήσεις Απριλίου.