

## Οικονομικά - Εταιρικά Νέα



### Η Αθήνα επιταχύνει τις ιδιωτικοποιήσεις (Handelsblatt)

Στην αποφασιστικότητα της νέας κυβέρνησης και του πρωθυπουργού να επιταχύνει τις ιδιωτικοποιήσεις έτσι ώστε η Ελλάδα να ενισχύσει την εμπιστοσύνη με την οποία την περιβάλλουν οι επενδυτές αναφέρεται άρθρο της γερμανικής Handelsblatt.

Συγκεκριμένα, η εφημερίδα καταγράφει τα νέα στοιχεία ρεκόρ στο αεροδρόμιο Ελευθέριος Βενιζέλος με τα τρία εκατομμύρια αφίξεις που σημειώθηκαν τον Αύγουστο και εκτιμά ότι η συγκυρία είναι ευνοϊκή ώστε να προχωρήσει η προγραμματισμένη ιδιωτικοποίηση του διεθνούς αερολιμένα.

Ο συντάκτης του άρθρου αναφέρεται στον Κυριάκο Μητσοτάκη επισημαίνοντας ότι θέλει να προχωρήσει τις ιδιωτικοποιήσεις, οι οποίες είχαν βαλτώσει το προηγούμενο διάστημα.

Μάλιστα γίνεται αναφορά και στην επένδυση του Ελληνικού, σε μια έκταση που σχεδιάζεται επένδυση ύψους 8 δισ. ευρώ με επικεφαλής την ελληνική εταιρεία Lamda Development.

Όπως σημειώνει η εφημερίδα, «η μερική ιδιωτικοποίηση που αποτελεί ένα από τα προαπαιτούμενα των πιστωτών, θα έπρεπε να έχει εφαρμοστεί ως τμήμα του πακέτου διάσωσης εδώ και καιρό. Ωστόσο καθυστέρησε εξαιτίας μιας διαφωνίας για τη μελλοντική κατανομή των θέσεων στο Διοικητικό Συμβούλιο. Πίσω από την καθυστέρηση αυτή ήταν η επιθυμία της κυβέρνησης ΣΥΡΙΖΑ να διασφαλίσει τη συνέχιση του ελέγχου από το κράτος».

Η εφημερίδα σημειώνει ότι οι ιδιωτικοποιήσεις συνιστούν «μια μακρά ιστορία αποτυχιών για την Ελλάδα, αποτυγχάνοντας άλλες φορές λόγω νομικών εμποδίων και άλλες φορές λόγω έλλειψης αγοραστών την περίοδο της κρίσης. Πάνω απ' όλα όμως υπήρχε έλλειψη πολιτικής βούλησης».

Και προστίθενται τα εξής: «Οι πολιτικοί όλων των κομμάτων ήταν απρόθυμοι να εκχωρήσουν τον έλεγχο των κρατικά ελεγχόμενων επιχειρήσεων. Επειδή αυτές οι εταιρίες λειτουργούσαν για δεκαετίες για την εξυπηρέτηση της πολιτικής πελατείας τους αλλά και την χορήγηση καλά πληρωμένων εργασιών σε αξιωματούχους.

Κατόπιν έντονης πίεσης από τους πιστωτές, ο πρωθυπουργός Τσίπρας αναγκάστηκε να συμφωνήσει το 2015 σε ένα εκτεταμένο πρόγραμμα ιδιωτικοποιήσεων – το οποίο ήταν το τμήμα ενός τρίτου προγράμματος για τη σωτηρία της Ελλάδας. Ο Τσίπρας πέρασε σαρωτικούς νόμους ιδιωτικοποιήσεων στη Βουλή. Αλλά στο παρασκήνιο, καθυστέρησε τα περισσότερα από τα σχέδια, υπό τον φόβο των συνδικάτων και της ιδεολογικής αντίστασης στο εσωτερικό του κόμματος».

## Deutsche Bank: Ο αντίκτυπος των μέτρων της ΕΚΤ στα μεγέθη των ελληνικών τραπεζών

Τα μέτρα που ανακοίνωσε ο Μάριο Ντράγκι προσφέρουν μικρή στήριξη στην κερδοφορία του τραπεζικού κλάδου της ευρωζώνης, με τις ελληνικές τράπεζες να επωφελούνται το λιγότερο, σημειώνει η Deutsche Bank σε έκθεσή της.

Πιο αναλυτικά, όπως αναφέρει η γερμανική τράπεζα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της ΕΚΤ τα επιτόκια θα διατηρηθούν στα τρέχοντα επίπεδα ή και χαμηλότερα για μεγαλύτερο διάστημα από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Ωστόσο, το πρόγραμμα TLTRO και το σύστημα κλιμακωτών επιτοκίων για τα αποθεματικά (tiering) θα βοηθήσει να μειωθούν οι πιέσεις στην κερδοφορία των τραπεζών στο βραχυπρόθεσμο διάστημα, όπως εκτιμά η γερμανική τράπεζα.

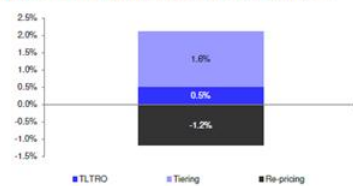
Όπως υπολογίζει, οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ θα έχουν θετικό αντίκτυπο ύψους 0,5% στα καθαρά έσοδα από τόκους και 0,9% στα κέρδη προ φόρων των τραπεζών της ευρωζώνης συνολικά.

Το +0,5% στα καθαρά έσοδα από τόκους διαμορφώνεται, όπως εκτιμά η D.B, από το +0,2% που θα φέρει η αντικατάσταση του TLTRO 2 των τραπεζών με το νέο TLTRO 3, το +0,7% θα έλθει από την ανακούφιση που θα προσφέρει το σύστημα της διπλής κλίμακας στα επιτόκια στα αποθεματικά και το -0,5% από τη μείωση των επιτοκίων.

Το +0,9% στα κέρδη προ φόρων προκύπτει από: την ώθηση ύψους +0,5% που θα φέρει στην κερδοφορία το TLTRO 3, το +1,6% που θα προσφέρει το tiering και το -1,2% που θα είναι το "χτύπημα" από τη μείωση των επιτοκίων κατά 10 μ.β.

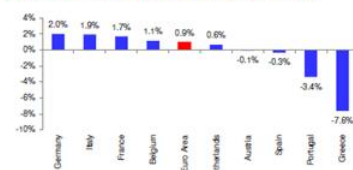
Οι γερμανικές, οι ιταλικές και οι γαλλικές τράπεζες θα επωφεληθούν περισσότερο, ενώ οι ελληνικές τράπεζες μαζί με τις πορτογαλικές θα έχουν τα λιγότερα οφέλη, όπως τονίζει η D.B.

Figure 1: Small positive support to sector earnings...



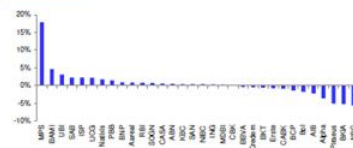
Source: Deutsche Bank estimates, ECB

Figure 2: ...with wide range of impacts by country



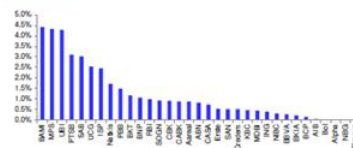
Source: Deutsche Bank estimates, ECB

Figure 3: Total impact from ECB measures - by bank (% of net income)



Source: Deutsche Bank estimates, company data \*Impact on MPS is higher as previous TLTRO 2 was at zero % rate and we assume it would beat the benchmark like other banks in TLTRO 3 and get full 50bps bonus.

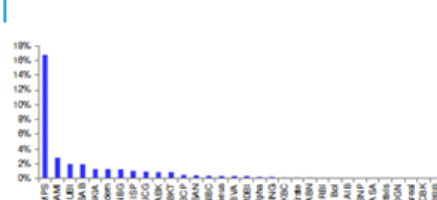
Figure 4: Impact from deposit tiering - by bank (% of net income)



Source: Deutsche Bank estimates, company data

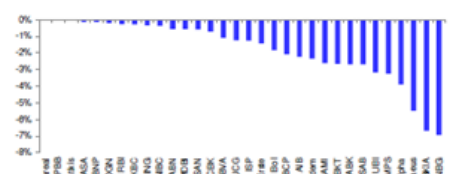
Συγκεκριμένα, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της, συνολικά τα μέτρα που ανακοίνωσε η ΕΚΤ για τις ευρωπαϊκές τράπεζες αναμένεται να έχουν αρνητικό αντίκτυπο έως και 7,6% στην κερδοφορία των ελληνικών τραπεζών, ενώ το "χτύπημα" φτάνει το 3,4% για τις πορτογαλικές τράπεζες, το 0,3% για τις ισπανικές και το 0,1% για τις αυστριακές. Αντίθετα το όφελος στην κερδοφορία των γερμανικών τραπεζών φτάνει το 2%, για τις ιταλικές το 1,9%, για τις γαλλικές το 1,7% και για τις βελγικές το 1,1%. Συνολικά, όπως προαναφέραμε, ο αντίκτυπος στην κερδοφορία των τραπεζών της περιοχής είναι θετικός και διαμορφώνεται στο 0,9%.

Figure 5: Impact from TLTRO 3 - by bank (% of net income)



Source: Deutsche Bank estimates, company data \*Impact on MPS is higher as previous TLTRO 2 was at zero % rate and we assume it would beat the benchmark like other banks in TLTRO 3 and get full 50bps bonus.

Figure 6: Impact from mortgage re-pricing - by bank (% of net income)



Source: Deutsche Bank estimates, company data

Το tiering, δηλαδή το κλιμακωτό επιτόκιο, θα έχει μηδενικό αντίκτυπο στα καθαρά έσοδα των τριών ελληνικών συστημικών τραπεζών Alpha Bank, Εθνική και Πειραιώς, ενώ το TLTRO3 αναμένεται να προσφέρει πολύ μικρό όφελος (έως και 0,3%) τα καθαρά τους έσοδα. Αντίθετα, η αύξηση των επιτοκίων κατά 10 μ.β η οποία θα οδηγήσει σε αναπροσαρμογές στα στεγαστικά δάνεια, αναμένεται να έχει αρνητικό αντίκτυπο στα καθαρά έσοδα της τάξης του 7% περίπου για την Εθνική, 5,5% περίπου για την Πειραιώς και 3,5% περίπου για την Alpha Bank.



Τα αρνητικά επιτόκια δεν αποτελούν πανάκεια για την πορεία των μετοχών

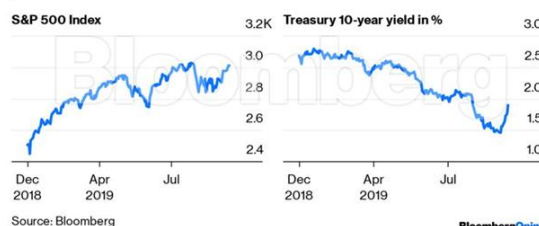
Ο Σεπτέμβριος είναι μόνο στα μισά του και ο δείκτης S&P 500 καταγράφει ήδη κέρδη 20% από τις αρχές του έτους. Αυτό είναι αξιοσημείωτο επίτευγμα, δεδομένου ότι η αύξηση της κερδοφορίας των επιχειρήσεων έχει "βαλτώσει" και η αγορά ομολόγων υπολογίζει και έχει ενσωματώσει στις εκτιμήσεις της πιθανότητα 40% για εκδήλωση ύφεσης μέσα στους επόμενους 12 μήνες. Αυτό και μόνο αποδεικνύει το πόσο πολύ έχει ενισχύσει τις μετοχές η πτώση των επιτοκίων. Και όμως, όπως συμβαίνει συχνά στη ζωή, η υπερβολή ακόμη και σε κάτι θετικό δεν έχει ποτέ καλά αποτελέσματα.

Το φετινό ράλι - κατά το οποίο ο μέσος λόγος τιμής προς εκτιμώμενα πέραν του 12μήνου κέρδη ανά μετοχή (forward P/E) του S&P 500 έφτασε στο 17,6 από 14,5 στις αρχές Ιανουαρίου - μπορεί να πιστωθεί στην στροφή της Fed προς σταθεροποίηση και στη συνέχεια μείωση των επιτοκίων, την πρώτη από το 2008, η οποία και πυροδότησε μεγάλες μειώσεις επιτοκίων στην αγορά. Η απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου των ΗΠΑ έπεσε στο 1,43% νωρίτερα μέσα στον Σεπτέμβριο, από 2,80% τον Ιανουάριο.

Μια απλή ανάλυση προεξοφλημένων ταμειακών ροών (cash-flow analysis) δείχνει ότι τα χαμηλότερα επιτόκια καθιστούν τα μελλοντικά κέρδη πιο πολύτιμα τώρα, δικαιολογώντας υψηλότερα P/E για μετοχές, ακόμη και χωρίς αύξηση κερδών. Έτσι, η λογική θα υπαγόρευε ότι όσο χαμηλότερα κινούνται τα επιτόκια, τόσο το καλύτερο για τις μετοχές. Ωστόσο, η εμπειρία στην Ευρώπη δείχνει ότι υπάρχει ένα σημείο όπου τα χαμηλότερα επιτόκια αρχίζουν να λειτουργούν αρνητικά για τις μετοχές.

#### Mirror Image

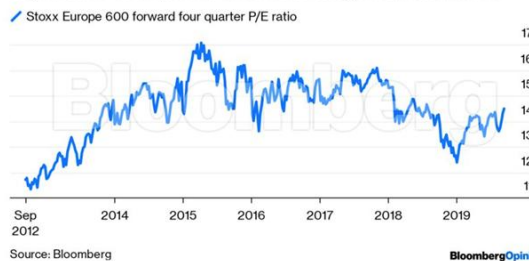
The rally in stocks this year has been highly correlated with falling bond yields



Σε έρευνά τους που δημοσιεύθηκε την περασμένη εβδομάδα, οι στρατηγικοί αναλυτές της Bank of America επεσήμαναν πως, παρόλο που οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων στη Γερμανία έχουν πέσει κάτω από το μηδέν, οι μετοχές διαπραγματεύονται με P/E μόλις στο 14. Αυτός ο λόγος δεν έχει αλλάξει παρά ελάχιστα από τα μέσα του 2014, όταν οι αποδόσεις ήταν περίπου στο 1,25% και η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα μείωσε το επιτόκιο αναφοράς κάτω από το μηδέν. Το ίδιο ισχύει και για την ευρύτερη ζώνη του ευρώ, όπου ο δείκτης Euro Stoxx 600 κινείται με forward P/E 14,5, όχι ιδιαίτερα διαφορετικό από εκείνο στα μέσα του 2014.

#### No Boon

Negative rates in Europe have failed to lift the region's stock valuations

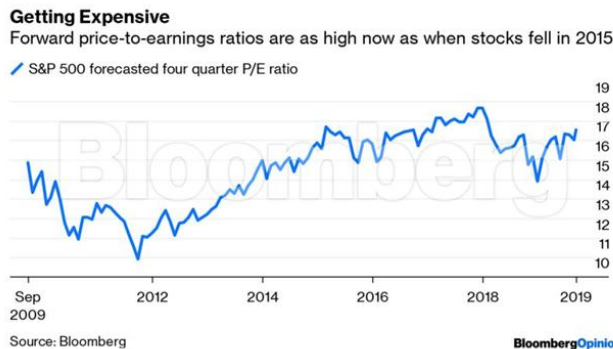


Φυσικά, τα εμπόδια που έχει να ξεπεράσει η Ευρωζώνη είναι δυσκολότερα από εκείνα των ΗΠΑ. Παρ' όλα αυτά, η αυξανόμενη παγκοσμιοποίηση της οικονομίας σημαίνει ότι η Αμερική έχει πολύ μεγαλύτερη δυσκολία να περιορίσει την επιβράδυνση σε άλλα σημεία του πλανήτη σε σχέση με το παρελθόν. Η Morgan Stanley αναφέρει ότι το μερίδιο των ΗΠΑ στο παγκόσμιο ΑΕΠ έχει συρρικνωθεί από 22% το 1990 σε 15% σήμερα. Αυτός είναι ένας βασικός λόγος που οι traders προεξοφλούν τουλάχιστον τρεις ακόμη μειώσεις επιτοκίων από πλευράς Fed μέσα στους επόμενους 12 μήνες, οι οποίες θα οδηγήσουν το βασικό επιτόκιο στο 1,50% από 2,25% που είναι σήμερα.

Συνέχεια...

Επιπλέον, ο αριθμός των στρατηγικών αναλυτών της Wall Street που μειώνουν τις εκτιμήσεις τους για την απόδοση του κρατικού αμερικανικού ομολόγου έχει αυξηθεί τις τελευταίες εβδομάδες, με κύρια αιτία τις προοπτικές για ασθενέστερη παγκόσμια ανάπτυξη και πιο ασθενή πληθωρισμό. Η UBS Group AG και η BNP Paribas SA, οι οποίες ανήκουν στην επίλεκτη ομάδα των dealers που έχουν λάβει άδεια συναλλαγών με την Fed, μείωσαν τις προβλέψεις τους για το 10ετές T-Bond, προβλέποντας ότι οι αποδόσεις θα μειωθούν στο 1% μέχρι το τέλος του 2019. Υπάρχει περίπτωση οι αποδόσεις να κατακυλλήσουν ακόμη χαμηλότερα, ακολουθώντας τον δρόμο της Ευρώπης και της Ιαπωνίας και τελικώς να βρεθούν υπό του μηδενός; Ο πρώην πρόεδρος της Fed, Alan Greenspan, δεν θεωρεί ότι κάτι τέτοιο θα αποτελούσε αποκύημα φαντασίας και είχε δηλώσει μάλιστα τον Αύγουστο στο Bloomberg ότι δεν θα εκπλησσόταν εάν οι αποδόσεις περνούσαν σε αρνητικό έδαφος. Είναι αλήθεια ότι το χρηματιστήριο σημείωσε εξωφρενικό ράλι από τις αρχές του 2009 έως τα μέσα του 2015, φτάνοντας σε σωρευτική άνοδο μέχρι το 215%, ενόσω η Fed διατηρούσε τα επιτόκια κοντά στο μηδέν και τροφοδοτούσε άμεσα το χρηματοπιστωτικό σύστημα με φθινό χρήμα μέσω ποσοτικής χαλάρωσης. Ωστόσο εκείνη ήταν μια περίοδος κατά την οποία οι επενδυτές πίστευαν σε μεγάλο βαθμό ότι οι κεντρικές τράπεζες είχαν ακόμα πολλά βέλη στη φαρέτρα τους προκειμένου να τονώσουν την οικονομία. Αυτό δεν συμβαίνει σήμερα. Ο S&P 500 υποχώρησε τέσσερις συναπτες ημέρες μετά την περικοπή των επιτοκίων από πλευράς Fed στις 31 Ιουλίου, "διαγράφοντας" συνολικά 5,59% της συνολικής αξίας του.

Επίσης τότε τα κέρδη ήταν σε φάση ανάκαμψης και οι μετοχές ήταν σχετικά φθηνές, ενώ το forward P/E είχε διατηρηθεί κάτω από το 14 για μεγάλο μέρος της περιόδου και κορύφωσε κοντά στο 17 στα τέλη του 2014 - περίπου εκεί που βρίσκεται και σήμερα - λίγο πριν ο S&P 500 περάσει στην πρώτη ετήσια πτώση του από το 2008. Ωστόσο, φέτος, ο ρυθμός αύξησης των κερδών παραμένει αμετάβλητος και οι αναλυτές της Bank of America ενημερώνουν τους πελάτες της ότι οι προβλέψεις για αύξηση 11% το επόμενο έτος είναι "υπερβολικά φιλόδοξες".



Οι μετοχές είχαν τελευταία αξιοσημείωτη πορεία, με το κλείσιμο του S&P 500 την περασμένη εβδομάδα στις 3.007 μονάδες. Η μέση εκτίμηση των αναλυτών σε έρευνα του Bloomberg τον Ιανουάριο ήταν ο γενικός δείκτης του χρηματιστηρίου της Νέας Υόρκης να φτάσει μόλις στις 2.913 μονάδες για φέτος. Ωστόσο, με τους οικονομικούς αναλυτές να αναπροσαρμόζουν το χρονοδιάγραμμα των προβλέψεών τους, τοποθετώντας την επόμενη ύφεση στο 2020 αντί του 2021, τις εκτιμήσεις για την πορεία των κερδών να αναθεωρούνται πτωτικά και τον λόγο τιμών προς κέρδη ανά μετοχή να βρίσκεται σε υψηλά, δεν θα είναι εύκολο για τις μετοχές να συνεχίσουν να ακολουθούν την ανιούσα, ακόμη και αν η Fed πράγματι συνεχίσει να μειώνει τα επιτόκια.

**Με στόχο την παραμονή υψηλότερα των 860 μονάδων ..... Άνοδος 40,98% για το ΓΔ από 01/01/19. Κέρδη 80% για τον τραπεζικό δείκτη από τις αρχές του χρόνου ....**

