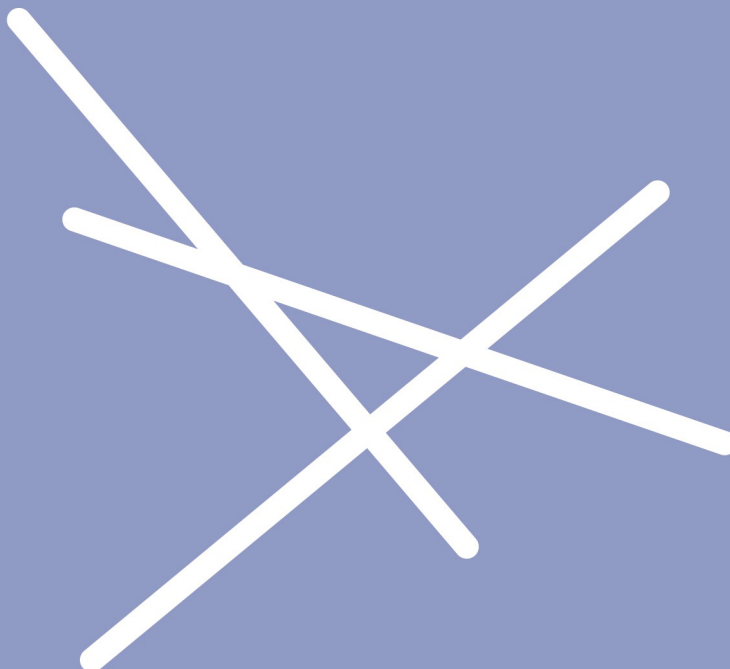


1ο ΤΡΙΜΗΝΟ 2024



# Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ  
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	<b>2</b>
<b>2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ</b>	<b>6</b>
2.1 ΗΠΑ	6
2.2 Ευρωζώνη	8
2.3 Ιαπωνία	10
2.4 Κίνα	11
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας	12
<b>3. ΜΕΤΟΧΕΣ</b>	<b>13</b>
3.1 ΗΠΑ	13
3.2 Ευρωζώνη	15
3.3 Ιαπωνία   Αναδυόμενες   Κίνα	17
<b>4. ΟΜΟΛΟΓΑ</b>	<b>18</b>
4.1 ΗΠΑ Κρατικά	18
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	19
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	20
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά	21
<b>5. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ</b>	<b>22</b>
5.1 USD   EURUSD	22
5.2 USDJPY   EURGBP	23
<b>6. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ</b>	<b>24</b>
6.1 Πετρέλαιο	24
6.2 Χρυσός	25
<b>7. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ</b>	<b>26</b>
<b>8. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>27</b>



# 01 ΕΙΣΑΓΩΓΗ

**Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον: Σε καθεστώς «εξάρτησης από τα δεδομένα».**

Κατά τη διάρκεια του 2023, οι επικεφαλής των κεντρικών τραπεζών και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού βρέθηκαν αντιμέτωποι με έναν πληθωρισμό, ο οποίος αυξανόταν πολύ ταχύτερα από ότι αναμενόταν και ο οποίος έμοιαζε περισσότερο διατηρήσιμος από τις προβλέψεις των στατιστικών τους μοντέλων. Υπό το φόβο αυτού του πληθωριστικού σοκ, οι κεντρικές τράπεζες εγκατέλειψαν την καλά εδραιωμένη στρατηγική καθοδήγησης των αγορών προς μια συγκεκριμένη κατεύθυνση νομισματικής πολιτικής (forward guidance policy) και υιοθέτησαν, αργά αλλά σταθερά, μια νέα πρακτική εξάρτησης των αποφάσεων τους αναφορικά με την πορεία των επιτοκίων από τη ροή των μακροοικονομικών δεδομένων (data dependent policy).

Η υιοθέτηση αυτής της πρακτικής εξάρτησης από τα δεδομένα, μπορεί να γίνει κατανοητή σε ένα περιβάλλον περιορισμένης ορατότητας και χαμηλής εμπιστοσύνης στα προβλεπτικά/στατιστικά υποδείγματα αναφορικά με την πορεία βασικών μακροοικονομικών μεγεθών όπως το ΑΕΠ ή ο πληθωρισμός, ωστόσο η έλλειψη μιας μακρόπνοης κατεύθυνσης, ενός τελικού προορισμού, είχε ως αποτέλεσμα μια σειρά μη - αναμενόμενων συνεπειών.

Η πιο χαρακτηριστική μη-αναμενόμενη συνέπεια εξάρτησης της νομισματικής πολιτικής από τα δεδομένα είναι ότι η μεταβλητότητα των μακροοικονομικών στοιχείων μεταφράζεται σχεδόν ένα προς ένα σε μεταβλητότητα των προσδοκιών και συνεπώς της τιμολόγησης των αγορών για ομόλογα και μετοχές. Πιο συγκεκριμένα, η ανακοίνωση το Σεπτέμβριο-Οκτώβριο 2023 ισχυρής ανάπτυξης το Q3 στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με την πολύ καλή πορεία της αγοράς εργασίας και των πωλήσεων λιανικής, αύξησε τις προσδοκίες των αγορών για περαιτέρω σύσφιγξη της νομισματικής πολιτικής από πλευράς Fed και EKT και κυρίως εδραίωσε το αφήγημα για διατήρηση των επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα για μακρύ χρονικό διάστημα (higher for longer).

**Αποτέλεσμα: Οι αγορές προέβλεπαν οριακά μείωση των επιτοκίων στα τέλη του 2024 και πολύ σταδιακά αποκλιμάκωση τους στη συνέχεια.** Η αντίστροφη πορεία των ίδιων αυτών στοιχείων το Νοέμβριο και κυρίως η πτώση του πληθωρισμού, είχε ως αποτέλεσμα το εκκρεμές των αγορών να μετακινηθεί σχεδόν ακαριαία στο αντίθετο άκρο.

**Αποτέλεσμα: Οι αγορές, ένα μήνα μετά, αναμένουν ραγδαία χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, τιμολογώντας έξι μειώσεις επιτοκίων, αρχής γενομένης από το Μάρτιο 2024.**

Μέσα σε αυτό το περιβάλλον περιμένουμε η οικονομία των ΗΠΑ να επιβραδύνει από ρυθμούς ανάπτυξης 2,4% το 2023 σε 1,0%-1,5% το 2024. Η άποψη μας για επιβράδυνση βασίζεται στην έως τώρα πορεία μιας σειράς πρόδρομων δεικτών στη μεταποίηση και στις υπηρεσίες, στη ρευστότητα της οικονομίας καθώς και στα κριτήρια τραπεζικών χρηματοδοτήσεων. Παράλληλα δεν θα πρέπει να παραγνωρίζουμε ότι καθώς η νομισματική πολιτική λειτουργεί με χρονική υστέρηση, οι πρόσφατες αυξήσεις επιτοκίων θα επιβαρύνουν την οικονομική δραστηριότητα το προσεχές διάστημα. Πέραν αυτών των δεδομένων, δύο θα είναι οι αποφασιστικοί παράγοντες οι οποίοι θα καθορίσουν εάν θα κινηθούμε στο άνω ή στο κάτω άκρο του εύρους της ανάπτυξης. Ο πρώτος είναι η δημοσιονομική πολιτική, η οποία – παρά το γεγονός ότι οι ΗΠΑ διανύουν προεκλογική χρονιά- είναι πολύ πιθανό να αποδειχθεί περιοριστική (negative fiscal impulse). Ο δεύτερος και πιθανότατα πιο σημαντικός αφορά στην ιδιωτική κατανάλωση. Στο μέτρο και βαθμό που η αγορά εργασίας δεν υποχωρήσει όσο αναμένουμε, τα ρίσκα που δημιουργούνται είναι για ισχυρότερη ανάπτυξη το 2024. Τέλος ο πληθωρισμός αναμένουμε να συνεχίσει να αποκλιμακώνεται και να συγκλίνει στο στόχο της Fed 2,0%-2,2% στο Β' εξάμηνο του 2024. Η αποκλιμάκωση αυτή πιστεύουμε ότι θα επιτρέψει στη Fed να ξεκινήσει την αποκλιμάκωση των επιτοκίων από



τη συνεδρίαση του Ιουνίου και να συνεχίσει τις μειώσεις με τελικό μακροχρόνιο προορισμό τα επίπεδα του 2,0%-2,5%.

Στην Ευρωζώνη, η οικονομία φαίνεται να κινείται προς την αναμενόμενη κατεύθυνση, δηλαδή αυτή της ύφεσης. Η πρόσφατη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού μας κάνει πιο βέβαιους ότι τελικά η Ευρωζώνη θα αποφύγει το αρνητικό σενάριο του στασιμοπληθωρισμού, και θα περιοριστεί σε αυτό της κυκλικής ύφεσης, με το ΑΕΠ να διαμορφώνεται κατά το 2024 στα επίπεδα 0%-1%, από 0,5% (εκτίμηση) το 2023. Η θετική διάσταση αυτού του σεναρίου είναι ότι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα επιτρέψει στην ΕΚΤ να προχωρήσει σε χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Και η ΕΚΤ αναμένουμε να ξεκινήσει τον κύκλο των μειώσεων από τη συνεδρίαση του Ιουνίου.

Τέλος, αναμένουμε η οικονομία της Κίνας να παρουσιάσει μια κυκλική βελτίωση στα επίπεδα της τρέχουσας οικονομικής δραστηριότητας. Παρά την ουσιαστική βελτίωση που αναμένουμε, το ΑΕΠ του 2024 θα αυξηθεί κατά 4,5% έναντι 5% το 2023, καθώς το ΑΕΠ του Q1.23 ήταν τεχνητά αυξημένο εξαιτίας της επανεκκίνησης της κινεζικής οικονομίας μετά την πανδημία του Covid-19.

Ωστόσο, αυτό που θα πρέπει να έχουμε υπόψη μας είναι ότι σε μακροχρόνιο και άρα δομικό επίπεδο, η κινεζική οικονομία βρίσκεται αντιμέτωπη με δύο, πολύ σημαντικά, επίπεδα προκλήσεων. Το πρώτο επίπεδο δεν είναι άλλο από αυτό του γεωστρατηγικού και τεχνολογικού ανταγωνισμού, πρώτα και κύρια με τις ΗΠΑ και δευτερευόντως με την ΕΕ. Το δεύτερο, λιγότερο αναγνωρίσιμο, αλλά κατά την άποψή μας πιο σημαντικό, αφορά τις προκλήσεις που αναδεικνύονται από την αργή αλλά σταθερή διάρρηξη του «κοινωνικού συμβολαίου» στο εσωτερικό της κινεζικής κοινωνίας. Η «άγραφη συμφωνία» μεταξύ κινεζικής ηγεσίας και κοινωνίας βάση της οποίας η αποδοχή και στήριξη της κινεζικής ηγεσίας συνοδευόταν από συνεχώς διευρυνόμενες οικονομικές ελευθερίες του ιδιωτικού τομέα έχει εισέλθει σε διαδικασία αμφισβήτησης με την κινεζική ηγεσία πλέον να προτάσσει τις δικές της προτεραιότητες και σχεδιασμούς, περιορίζοντας τον οικονομικό χώρο της ιδιωτικής πρωτοβουλίας. Η ένταση αυτή πιστεύουμε ότι θα έχει σοβαρές μακροχρόνιες επιπτώσεις καθώς θα καταστήσει την άσκηση οικονομικής πολιτικής ιδιαίτερα προβληματική και αναποτελεσματική. Το σκεπτικό μας είναι ότι οποιαδήποτε μέτρα τόνωσης των εισοδημάτων, της εσωτερικής ζήτησης και των κατασκευών δεν θα έχουν τα επιθυμητά αποτελέσματα καθώς τα νοικοκυριά – οδηγούμενα από την αβεβαιότητα τους για το μέλλον - θα προσπαθήσουν να στρέψουν τα νέα εισοδήματα προς την αποταμίευση παρά να προβούν σε αύξηση της κατανάλωσης τους και των επενδύσεων τους σε οικιστικά ακίνητα.

**Από τη (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές: Το τέλος του “higher for longer” και η επιβεβαίωση της στρατηγικής μας.**

Η πτώση του πληθωρισμού και η συνεπακόλουθη - ως συνέπεια της εξάρτησης από τα δεδομένα - στροφή των κεντρικών τραπεζών προς μία πιο διευκολυντική νομισματική πολιτική που μόλις αναλύσαμε είχε σημαντικές επιπτώσεις και στις αγορές, καθώς δημιούργησε ένα κλίμα μεγάλης επενδυτικής ευφορίας σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη τόσο στις αγορές σταθερού εισοδήματος όσο και στις αγορές μετοχικών αξιών. Η ταυτόχρονη άνοδος μετοχών και ομολόγων –αυτό το ράλλυ στα πάντα (rally in everything)- βασίζεται στην παραδοχή ότι οι κεντρικές τράπεζες θα καταφέρουν να θέσουν τον πληθωρισμό υπό έλεγχο χωρίς - όπως φοβόμαστε - να ωθήσουν τις οικονομίες σε ύφεση.

Για το 2024 το ερώτημα που προκύπτει είναι αν μπορεί αυτή η θετική εικόνα να συνεχιστεί ή θα υπάρξουν διαφοροποιήσεις κατά τη διάρκεια του έτους;



Στην κατηγορία των επενδύσεων σταθερού εισοδήματος, η θετική μας άποψη προς τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Ευρωζώνης δικαιώθηκε τους τελευταίους δύο μήνες του 2023 με τον πιο θεαματικό τρόπο. Η έγκαιρη - ίσως και πρόωγη - τοποθέτηση μας επιβεβαιώθηκε καθώς η πτώση των επιτοκίων (και άρα η άνοδος των τιμών των ομολόγων) συντελέστηκε με τέτοια ταχύτητα που άφησε εκτός αγορών όσους περίμεναν πιο ξεκάθαρα σημάδια για να αυξήσουν τις τοποθετήσεις τους. Παρά την πρόσφατη διόρθωση τους, τα επιτόκια σε ορίζοντα 3-4 ετών εξακολουθούν και βρίσκονται σε επίπεδα υψηλότερα των δικών μας εκτιμήσεων για τα μακροχρόνια επίπεδα ισορροπίας, γεγονός που σημαίνει ότι τα κρατικά ομόλογα εξακολουθούν να παρουσιάζουν θετικές προοπτικές.

Στον αντίποδα, οι προσδοκίες μας για την πορεία των μετοχικών αγορών είναι περισσότερο πολυεπίπεδες. Όπως ήδη αναφέραμε οι προσδοκίες για πτώση των επιτοκίων χωρίς ύφεση δημιουργούν ένα περιβάλλον θετικό για τις μετοχικές αγορές. Ωστόσο, οι υψηλές υφιστάμενες αποτιμήσεις σε όρους P/E, το χαμηλό premium έναντι των ομολόγων (Equity Risk Premium) καθώς και το μικρό εύρος της αγοράς αφήνουν λίγα περιθώρια ανόδου, ενώ ταυτόχρονα, δημιουργούν ρίσκα για διόρθωση στις αγορές σε περίπτωση που η οικονομική επιβράδυνση οδηγήσει σε χαμηλό ή αρνητικό ρυθμό αύξησης της κερδοφορίας (negative EPS growth). Για το λόγο αυτό, διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη μας και στρεφόμεστε σε αμυντικούς κλάδους, σε κλάδους υψηλής μερισματικής απόδοσης (Dividend Aristocrats στις ΗΠΑ και εταιρίες Κοινής Ωφέλειας στην Ευρωζώνη) καθώς και κλάδους που προσφέρουν ευκαιρίες εξαιτίας των χαμηλών αποτιμήσεων τους, όπως η Ενέργεια και οι Τράπεζες.

Η προσδοκία μας είναι ότι σε δεύτερο χρόνο, τυχόν διόρθωση των αγορών, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι από τα μέσα του 2024 οι αγορές θα αρχίσουν να προεξοφλούν τα κέρδη του 2025, είναι πιθανό να δημιουργήσουν ένα παράθυρο για εκ νέου μεταβολή στις απόψεις μας για μετοχές σε θετική.

#### **Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας**

Στην αγορά ομολόγων οι παράγοντες που μπορούν να οδηγήσουν σε αρνητικές αποδόσεις είναι δύο: α) το τελικό επίπεδο ισορροπίας των επιτοκίων, δηλαδή το επίπεδο στο οποίο θα καταλήξει ο καθοδικός κύκλος νομισματικής πολιτικής να είναι υψηλότερο από αυτό των εκτιμήσεων μας, γεγονός που θα περιορίσει την περαιτέρω άνοδο των τιμών των ομολόγων, και β) η τελική πορεία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού προς το στόχο του 2,0% να είναι πιο αργή και ευμετάβλητη από αυτή που αναμένουμε.

Στο κομμάτι των μετοχών, η πολυαναμενόμενη διόρθωση η οποία θα μας δώσει την ευκαιρία να αλλάξουμε την άποψη μας σε θετική μπορεί να μην πραγματοποιηθεί. Εάν η επιβράδυνση της οικονομίας δεν πραγματοποιηθεί, τότε είναι πιθανό και η κερδοφορία των επιχειρήσεων να παραμείνει αυξητική ενώ και η πτώση των πραγματικών επιτοκίων ενδέχεται να στηρίξει ακόμα υψηλότερα επίπεδα P/E. Σε αυτό το ενδεχόμενο είναι πολύ πιθανό οι χρηματιστηριακοί δείκτες S&P500 και EuroStoxx να συνεχίσουν να καταγράφουν νέα υψηλά.

Ηλίας Λεκκός  
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &  
Επενδυτικής Στρατηγικής



# Επενδυτικές Απόψεις

Α' Τρίμηνο 2024						
Global Asset Allocation	-	Neutral			+	
Μετοχές						
Κρατικά Ομόλογα						
Εταιρικά Ομόλογα						
Εμπορεύματα						
Μετρητά						

Επιμέρους Επιλογές						
Μετοχές	-	Neutral			+	
ΗΠΑ						
Ευρωζώνης						
Ιαπωνίας						
Αναδ. Αγορών						

Κρατικά Ομόλογα	-	Neutral			+	
ΗΠΑ						
Ευρωζώνης						

Εταιρικά Ομόλογα	-	Neutral			+	
IG ΗΠΑ						
IG Ευρωζώνης						
HY ΗΠΑ						
HY Ευρωζώνης						

Εμπορεύματα	-	Neutral			+	
Χρυσός						
Πετρέλαιο						

	Τρέχουσα Άποψη
	Προηγούμενη Άποψη



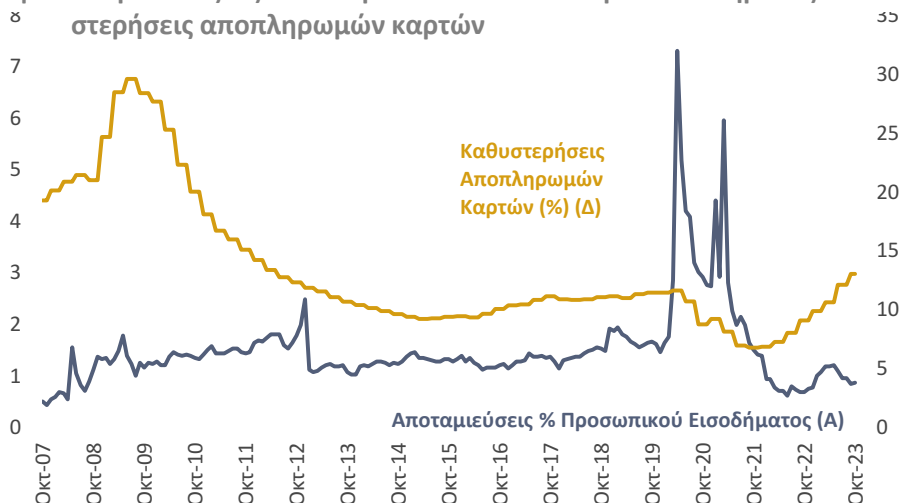
## 02

# ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

### 2.1 ΗΠΑ: Προς Επιβράδυνση

- Η **αμερικανική οικονομία παρουσίασε μεγαλύτερη δυναμική** από την αναμενόμενη και το Γ' τρίμηνο του έτους, παρά τη συγκρατημένη εξωτερική ζήτηση και τα υψηλά πραγματικά επιτόκια, **με την οικονομία να αναπτύσσεται με ρυθμό 4,9%** (σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση). Η ιδιωτική κατανάλωση (+3,1%) αποτέλεσε τον σημαντικότερο παράγοντα της ανόδου. Αν και η **ιδιωτική κατανάλωση παρέμεινε αρκετά ανθεκτική** - εν μέσω εορταστικών αγορών - η **δυναμική της αναμένεται να εξασθενήσει τους επόμενους μήνες**, με την πίεση στους καταναλωτές με χαμηλότερα εισοδήματα να είναι ήδη εμφανής. Η μείωση/εξάντληση στις αποταμιεύσεις που δημιουργήθηκαν κατά την περίοδο της πανδημίας (Διάγραμμα 1), η επανέναρξη των αποπληρωμών των φοιτητικών δανείων από τον Οκτώβριο και οι καθυστερήσεις στις αποπληρωμές των πιστωτικών καρτών εγείρουν ανησυχίες σχετικά με την υγεία των οικονομικών των νοικοκυριών και τις επιπτώσεις στις μελλοντικές δαπάνες των καταναλωτών.
- **Οι δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης** (αν και κάπως βελτιωμένοι καθώς οι εκτιμήσεις για την πορεία του πληθωρισμού σε οριζόντα έτους υποχώρησαν τον Νοέμβριο στο χαμηλότερο επίπεδο από Α' τρίμηνο του 2021) **συνεχίζουν να αποτυπώνουν τις ανησυχίες των καταναλωτών** σχετικά με τις συνέπειες των υψηλών επιτοκίων και τις συνολικότερες οικονομικές, πολιτικές και γεωπολιτικές εξελίξεις. Επιπλέον, **αρκετοί πρόδρομοι δείκτες** παραμένουν γενικά συγκρατημένοι καταδεικνύοντας ηπιότερο ρυθμό ανάπτυξης κατά το Δ' τρίμηνο (ο πρόδρομος **δείκτης μεταποίησης ISM** παραμένει σε επίπεδα που υποδηλώνει συρρίκνωση της δραστηριότητας για 14ο συνεχόμενο μήνα). Εξάιρεση, συνεχίζουν να αποτελούν **οι υπηρεσίες** με τον σχετικό δείκτη του ISM να διαμορφώνεται σε σχετικά υψηλά επίπεδα.
- Η **επιβράδυνση της αμερικανικής οικονομίας το 2024 παραμένει το βασικό μας σενάριο**, καθώς αρκετές ενδείξεις **συνεχίζουν να συνηγορούν σε χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης**. Πιο συγκεκριμένα, **οι συνθήκες δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις** (Senior Loan Officer Opinion Survey), **ο πρόδρομος δείκτη NFIB** που εκφράζει τις προσδοκίες των μικρών επιχειρήσεων, **η υποχώρηση της προσφοράς χρήματος M2** (σε ετήσια βάση) όπως και οι **καμπύλες των επιτοκίων που παραμένουν αντεστραμμένες** συνεχίζουν να μας προβληματίζουν, **αν και σε μικρότερο βαθμό σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, καθώς οι δείκτες αυτοί έχουν βελτιωθεί ελαφρώς**.

1 | Αποταμιεύσεις ως % του προσωπικού διαθέσιμου εισοδήματος και καθυστερήσεις αποπληρωμών καρτών



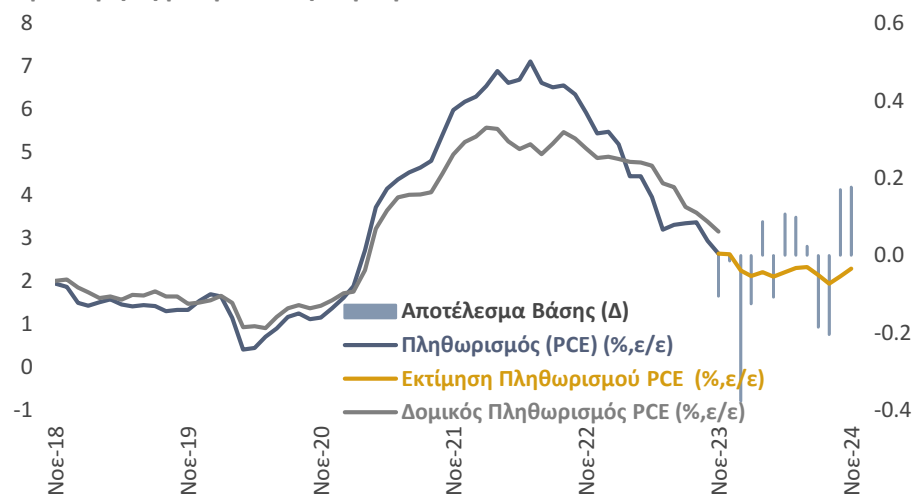
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική





- Ο πληθωρισμός συνεχίζει να αποκλιμακώνεται σταδιακά, με τις τιμές που αφορούν τις υπηρεσίες να συνεχίζουν να αποτελούν, όμως, το μεγαλύτερο μέρος της συνολικής μηνιαίας αύξησης. Θετική εξέλιξη για την πορεία του πληθωρισμού παραμένει η μείωση στο συνολικό κόστος απασχόλησης, ωστόσο, ο εμμένων πληθωρισμός, αν και έχει υποχωρήσει, παραμένει υψηλά (4,9% τον Οκτώβριο). Ενδεικτικά, ο πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή σημείωσε υποχώρηση τον Νοέμβριο στο 3,1% και ο πληθωρισμός βάσει της προσωπικής κατανάλωσης υποχώρησε στο 2,6%. Ο δομικός διαμορφώθηκε στο 4,0% (core CPI) και 3,2% (core PCE) αντίστοιχα. Αντίστοιχη εικόνα σημείωσαν οι δείκτες τιμών παραγωγού (συνολικός/δομικός). **Για το 2024 αναμένουμε τον μέσο ετήσιο πληθωρισμό να υποχωρήσει στο 2,5%.**
- **Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας** παραμένουν αρκετά καλές, διαψεύδοντας τις εκτιμήσεις για συγκράτησή τους. Τον Νοέμβριο, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 3,7%, σε χαμηλό 4 μηνών, και οι νέες θέσεις εργασίας διαμορφώθηκαν κοντά στις 200 χιλ, σηματοδοτώντας ωστόσο τον δεύτερο συνεχόμενο μήνα κάτω των 240 χιλ (μέση άνοδος 12μηνου). Ωστόσο, οι κενές θέσεις ανά άνεργο, δείχνουν σημάδια αποδυνάμωσης, ενώ παράλληλα, παρατηρείται μια σταθεροποίηση στον ετήσιο ρυθμό ανόδου του ωρομισθίου.
- **Η Fed διατήρησε το βασικό της επιτόκιο στο εύρος 5,25%-5,50% για 3η διαδοχική συνεδρίαση στην συνεδρίαση του Δεκεμβρίου όπως ευρέως αναμενόταν.** Στις νέες προβλέψεις της, αναθεώρησε πτωτικά τις εκτιμήσεις της για τον πληθωρισμό (βάσει του δείκτη PCE) για τα έτη 2023—2025 και για την ανάπτυξη το 2024. Επίσης, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των μελών της, τρεις μειώσεις επιτοκίων είναι πιθανές εντός του 2024 (από δύο προηγουμένως) ακολουθούμενες από άλλες τέσσερις το 2025. Η ηπιότερη ρητορική που υιοθετήθηκε, οδήγησε την αγορά να τιμολογήσει πλήρως την πρώτη μείωση των επιτοκίων τον Μάρτιο του 2024 και συνολικά 5 με 6 μειώσεις έως το τέλος του 2024. **Εκτιμούμε όμως ότι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού δεν θα είναι ομαλή,** πιθανότατα να διαμορφωθεί υψηλότερα προτού υποχωρήσει ξανά, κάτι που θα αποτρέψει τη Fed από το να προβεί στην πρώτη μείωση των επιτοκίων τον Μάρτιο (Γράφημα 2). Επίσης, η πρόσφατη χαλάρωση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών ενδέχεται να καθυστερήσει την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. **Εκτιμούμε ότι, η πρώτη μείωση των επιτοκίων θα ξεκινήσει αργότερα από την εκτίμηση της αγοράς, στο Β' εξάμηνο του 2024.**

2 | Εκτίμηση ρυθμού πληθωρισμού—Στατιστικό Μοντέλο



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

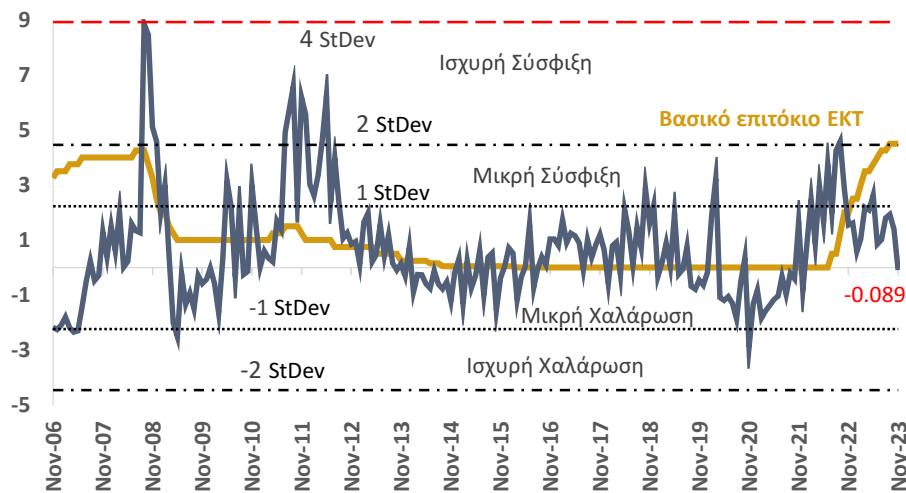




## 2.2 Ευρωζώνη: Προσπάθεια αποφυγής ύφεσης

- «Προσηλωμένη» στον πληθωρισμό αλλά με περιορισμένες ανησυχίες, η ΕΚΤ διατήρησε σταθερά τα επιτόκια στην τελευταία συνεδρίαση για το 2023. Το ερώτημα αν έχει ολοκληρωθεί ο κύκλος των αυξήσεων απαντάται θετικά, δεδομένων των μακροοικονομικών συνθηκών και των υποκείμενων κινδύνων από περαιτέρω αυξήσεις. Για παράδειγμα, η αύξηση των επιτοκίων έθεσε κράτη, επιχειρήσεις και νοικοκυριά σε εξαιρετικά δύσκολη θέση. Ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ της Ιταλίας μπήκε σε ένα επικίνδυνο μονοπάτι λόγω της αύξησης εξυπηρέτησης του χρέους. Τα υπόλοιπα δανείων νοικοκυριών και επιχειρήσεων σε ολόκληρη την Ευρωζώνη, συνέχισαν την απότομη πτωτική τους πορεία, ενώ **οι ανησυχίες για τον αντίκτυπο του αυξημένου κόστους εξυπηρέτησης, έβαλε σε «παύση» την αγορά ακινήτων**, η οποία αποτελεί ρίσκο για την χρηματοπιστωτική σταθερότητα. Στο Διάγραμμα 1, βλέπουμε ότι τον Νοέμβριο 2023, υπήρξε μια οριακή χαλάρωση των πιστωτικών συνθηκών, η οποία μπορεί να ανακόψει την όποια τάση της ΕΚΤ για μείωση επιτοκίων, γυρίζοντας αυτές στα πρότερα σφικτά επίπεδα.
- Ο **σύνθετος δείκτης PMI της Ευρωζώνης υποχώρησε** απροσδόκητα στο 47,0 τον Δεκέμβριο από 47,6 τον Νοέμβριο, μετά από μια βραχύβια βελτίωση. Η έρευνα δείχνει ότι η ευρύτερη εικόνα είναι μια οικονομία που εξακολουθεί να συρρικνώνεται, κρατώντας ελαφριά απαισιόδοξες τις προβλέψεις μας για ανάπτυξη, όπως και τις προσδοκίες για μείωση των επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα πριν από τον Ιούνιο. Ο μέσος όρος για τους τελευταίους τρεις μήνες του 47,0 εξακολουθεί να είναι χαμηλότερος από εκείνον του 47,5 μεταξύ Ιουλίου-Σεπτεμβρίου, υποδηλώνοντας ότι η αύξηση του ΑΕΠ επιβραδύνεται το Δ' τρίμηνο. Ο **δείκτης ZEW βελτιώθηκε για πέμπτο διαδοχικό μήνα**, δίνοντας μια πιο αισιόδοξη προοπτική, που υποστηρίζεται από μια σταθερή αγορά εργασίας και σημάδια ότι τα επιτόκια έχουν κορυφωθεί. Ο δείκτης για τις τρέχουσες συνθήκες ανέβηκε μόνο στο -77,1 τον Δεκέμβριο από -79,8 τον προηγούμενο μήνα. Ωστόσο, ο δείκτης προσδοκίων αυξήθηκε στο 12,8 από 9,8 τον Νοέμβριο. Αυτό είναι τώρα κοντά στον μέσο όρο της δεκαετίας του, 13,7 περίπου. Η απροσδόκητη πτώση στις επιχειρηματικές προοπτικές της Γερμανίας, το **υψηλότερο ενεργειακό κόστος, οι αυστηρότεροι όροι χρηματοδότησης και η ασθενέστερη παγκόσμια ζήτηση να αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό αντίκτυπο**, υποδηλώνουν ότι το αναμενόμενο riskup στις αρχές του 2024 μπορεί να δυσκολευτεί να υλοποιηθεί. Επιπλέον, η έρευνα του Ifo, έδειξε ότι ο δείκτης προσδοκίων υποχώρησε στο 84,3 τον Δεκέμβριο, από το αναθεωρημένο

### 1 | Δείκτης Πιστωτικών Συνθηκών



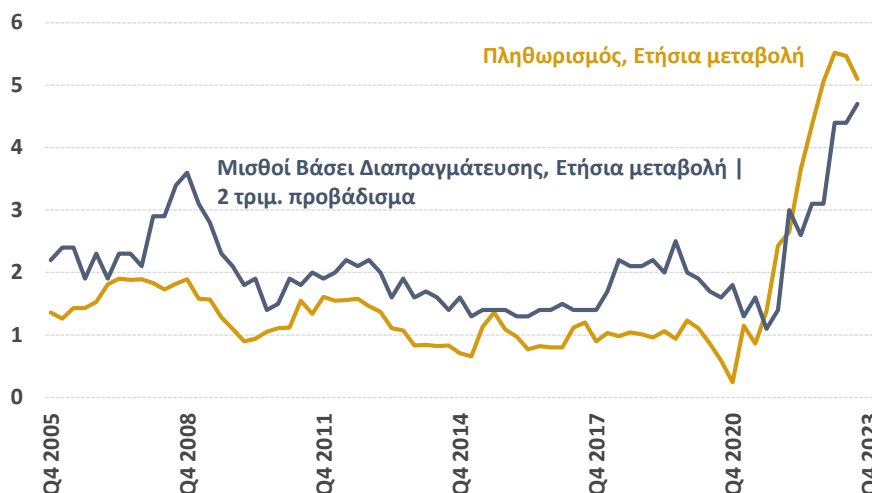
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



85,1 τον Νοέμβριο. Αυτό είναι κάτω από τον μέσο όρο των 10 ετών, περίπου στο 95.

- Λόγω αυτών των στοιχείων, δεν ήταν έκπληξη ότι η **Ευρωπαϊκή Επιτροπή αναθεώρησε περαιτέρω προς τα κάτω τις προβλέψεις της για την ανάπτυξη** από 0,8% στο 0,6%, για το 2023 και από 1,4% στο 1,2% για το 2024. **Η εκτίμησή μας για την ανάπτυξη το 2024 είναι πολύ χαμηλότερη, κάτω του 0,5% .**
- Ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη υποχώρησε ταχύτερα από το αναμενόμενο και μάλιστα κάτω από την πρόβλεψη της αγοράς, επαναλαμβάνοντας αυτή την επίδοση τους τρεις τελευταίους μήνες. Όμως, πιστεύουμε ότι οι πληθωριστικές πιέσεις δεν εξατμίζονται. Ένα μέρος της μείωσης του Νοεμβρίου οφείλεται στις ασταθείς κατηγορίες, όπως αυτή των υπηρεσιών, που σχετίζεται με τα ταξίδια. Επιπλέον, ο συνολικός πληθωρισμός πρόκειται να διατηρηθεί σε υψηλά επίπεδα, καθώς οι κυβερνήσεις αφαιρούν ορισμένα μέτρα ενεργειακής στήριξης. Σύμφωνα με την εκτίμηση μας, αναμένουμε να κυμανθεί στο 2.5% το 2024.
- Η ανεργία στην Ευρωζώνη παραμένει χαμηλότερη από ό,τι ήταν τα τελευταία 40 χρόνια, με μια πρόσκαιρη εκτίναξη στην περίοδο της πανδημίας. Η σύσφιξη της αγοράς εργασίας μεταφράζεται σε μεγαλύτερα μισθολογικά κέρδη, όμως με τα υψηλότερα επιτόκια να αφαιρούν μέρος αυτών, αναμένουμε ότι τα κέρδη των αμοιβών θα μετριαστούν. Οι οικονομολόγοι της ΕΚΤ βλέπουν την **αύξηση του κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος να κορυφώνεται στο 5,8% το 2023 πριν υποχωρήσει στο 3,5% το 2024 και στο 2,4% το 2025, βοηθώντας τον πληθωρισμό να επιστρέψει στον στόχο της ΕΚΤ στο 2% μεσοπρόθεσμα**. Το ποσοστό συμμετοχής, το οποίο μετρά τον αριθμό των ατόμων που εργάζονται ή αναζητούν ενεργά εργασία ως ποσοστό του συνολικού πληθυσμού σε ηλικία εργασίας, **έφτασε στο υψηλότερο επίπεδο του 65,5%** το δεύτερο τρίμηνο του 2023, ενώ η πιο συγκρίσιμη μέτρηση είναι αυτή του 64,7% στο τέλος του 2019. Βλέποντας συνολικά τα μεγέθη της αγοράς εργασίας θα λέγαμε ότι δικαιολογούν μια σταθεροποίηση, καθώς η ζήτηση για εργασία μετριάζεται. Ενώ η αύξηση της συμμετοχής μείωσε τις πληθωριστικές πιέσεις και οι εργαζόμενοι μπορεί σύντομα να μετριάσουν τις απαιτήσεις τους για υψηλότερες αμοιβές, η στενή αγορά εργασίας εξακολουθεί να μεταφράζεται σε **υψηλότερους μισθούς βάσει διαπραγμάτευσης (4,7% Γ' τρίμηνο του 2023**. Βλπ, Διάγραμμα 2), παραμένοντας κοντά στο υψηλότερο ποσοστό από την δημιουργία της νομισματικής ένωσης.

## 2 | Μισθοί Βάσει Διαπραγμάτευσης—Πληθωρισμός



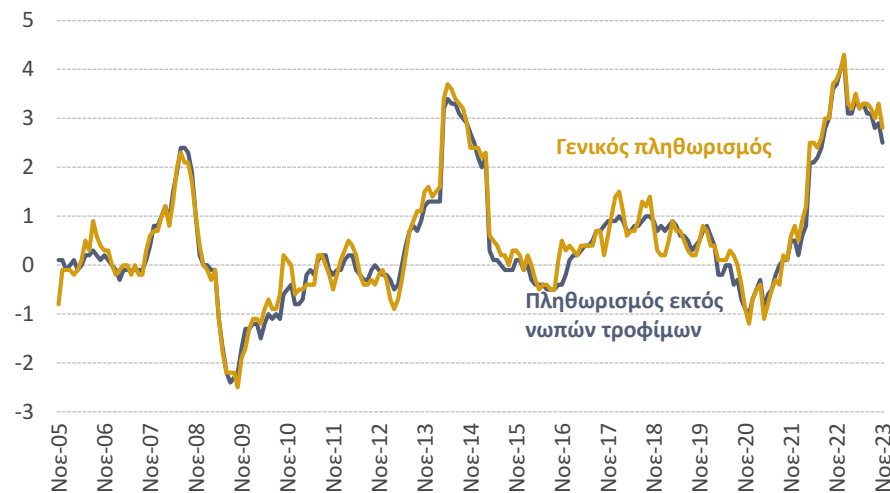
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 2.3 Ιαπωνία: Ώθηση από τη σημαντικού ύψους δημοσιονομική στήριξη

- Κατά το Γ' τρίμηνο η οικονομική δραστηριότητα συρρικνώθηκε 0,7% σε τριμηνιαία βάση, αλλά αυξήθηκε 1,5% σε ετήσια, κυρίως λόγω της αρνητικής μεταβολής των αποθεμάτων. Συνεπώς, ο ρυθμός ανάπτυξης κατά το εννιάμηνο του 2023 σε σχέση με το αντίστοιχο περυσινό διαμορφώθηκε στο 2,1%, ενώ συνολικά **για το 2023 εκτιμάται να αγγίξει το 2%**, καθώς το τελευταίο διάστημα η εγχώρια ζήτηση φαίνεται συγκρατημένη.
- **Για το 2024 αναμένεται επιβράδυνση στο 1% περίπου, ρυθμός που δεν αναμένεται να αλλάξει το 2025.** Το αυξημένο κόστος διαβίωσης, η μειωμένη εξωτερική ζήτηση, η μικρότερη θετική επίδραση της δημοσιονομικής στήριξης (που το 2023 ήταν σημαντική) και η αναπόφευκτη συγκράτηση της έντονης ανόδου των τουριστικών αφίξεων που καταγράφηκε φέτος είναι μεταξύ των παραγόντων που επιδρούν περιοριστικά. Από την άλλη, οι μισθολογικές αυξήσεις, το πολύ χαμηλό ποσοστό ανεργίας και η παράταση μέχρι τον προσεχή Απρίλιο της στήριξης των ευάλωτων νοικοκυριών για την αντιμετώπιση του αυξημένου ενεργειακού κόστους επιδρούν θετικά στην ιδιωτική κατανάλωση. Επιπλέον, θετικά επιδρούν στις επενδύσεις οι συνεχιζόμενες κρατικές ενισχύσεις στην «πράσινη» οικονομία, η ανάπτυξη του τομέα των νέων τεχνολογιών και η υψηλότερη εταιρική κερδοφορία.
- **Ο πληθωρισμός παραμένει συγκριτικά υψηλός (λίγο χαμηλότερος του 3%), χωρίς να αναμένεται σημαντική αποκλιμάκωσή του, κυρίως λόγω των μισθολογικών αυξήσεων.** Η εικόνα αυτή δεν αναμένεται να μεταβληθεί ουσιαστικά τα επόμενα δύο έτη και το 2025 εκτιμάται να έχει υποχωρήσει στο 2% περίπου. **Αλλά και μεσο-μακροπρόθεσμα, το ενδεχόμενο ο πληθωρισμός να επιστρέψει σε επίπεδο πολύ χαμηλό, όπως συνέβαινε γενικά για σχεδόν 3 δεκαετίες, δεν φαίνεται πλέον το πιο πιθανό. Αναφορικά με τη νομισματική πολιτική, ο χαλαρός χαρακτήρας της αναμένεται να διατηρηθεί, αν και κάποιες μικρές κινήσεις σύσφιγξης εντός του 2024 εύλογα αναμένονται.**
- Συνεπώς, το 2024 αναμένεται επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης στο 1% περίπου, αν και μπορεί να αποδειχθεί πιο ήπια, δεδομένης της γενικότερα καλής εικόνας της οικονομίας και της συνέχισης της δημοσιονομικής στήριξης. Μεσοπρόθεσμα, ωστόσο, θα πρέπει να αντιμετωπιστούν τα ζητήματα της γήρανσης του πληθυσμού της, της μειούμενης προσφοράς εργασίας και της χαμηλότερης, συγκριτικά με τις άλλες μεγάλες χώρες, τεχνολογικής καινοτομίας.

### 1 | Πληθωρισμός



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 2.4 Κίνα: Ενδείξεις Βραχυπρόθεσμης Θετικής Δυναμικής

- Υψηλός ήταν και κατά το Γ' τρίμηνο ο ετήσιος ρυθμός ανάπτυξης, αν και χαμηλότερος αυτού του Β' τριμήνου (4,9%, Β' τρίμ.: 6,3%), ενώ στο ενδιάμεσο διαμορφώθηκε στο 5,2%. **Για το 2023 εκτιμάται στο 5,2%-5,3% (2022: 3,0%), καθώς το τελευταίο διάστημα η πλειοψηφία των στοιχείων και πρόδρομων δεικτών εμφανίζει βελτίωση.**
- **Το 2024 αναμένεται μικρή επιβράδυνση, καθώς θα συγκρίνεται με το 2023 που ευνοήθηκε από την αυξημένη (αναβαλλόμενη) ζήτηση.** Επιπλέον, τα σοβαρά προβλήματα στον τομέα των ακινήτων και η μείωση των τιμών τους επιδρούν αρνητικά στο ύψος των συνολικών επενδύσεων. Παράλληλα, η σταδιακή επιστροφή των αποταμιεύσεων στο προ κορωνοϊού επίπεδο, το ιστορικά υψηλό ποσοστό ανεργίας των νέων και η αβεβαιότητα για το μέλλον, λειτουργούν περιοριστικά στην άνοδο της εσωτερικής κατανάλωσης. Συγκρατημένη προβλέπεται και η εξωτερική ζήτηση, ενώ και η τουριστική κίνηση από το εξωτερικό ανακάμπτει με χαμηλότερο ρυθμό του αναμενόμενου. Τέλος, η αδύναμη δημοσιονομική θέση πολλών τοπικών κυβερνήσεων και κρατικών εταιρειών περιορίζουν σημαντικά τη δυνατότητα να στηρίξουν την ανάπτυξη μέσω δαπανών για υποδομές/επενδύσεις.
- Από την άλλη, **σημαντική θετική επίδραση αναμένεται από τα πρόσφατα κυβερνητικά μέτρα**, την αποκατάσταση/κατασκευή υποδομών σε περιοχές που επλήγησαν (ή που κινδυνεύουν) από φυσικά φαινόμενα και την κρατική στήριξη σε επενδύσεις σχετικές με τη μετάβαση στην «πράσινη οικονομία» και σε τεχνολογίες αιχμής. Παράλληλα, η χαλαρή νομισματική πολιτική, η παροχή επαρκούς ρευστότητας και οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να διατηρηθούν μεσοπρόθεσμα καθώς οι πληθωριστικές πιέσεις παραμένουν πρακτικά ανύπαρκτες.
- Επομένως, **το 2024 αναμένουμε επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης γύρω στο 4,5% και στο 4,2% το 2025. Ωστόσο, η βελτίωση των στοιχείων το τελευταίο διάστημα αποτελεί θετική ένδειξη για συνέχιση αυτής της δυναμικής το Α' εξάμηνο του 2024 και ίσως η εκτιμώμενη επιβράδυνση να είναι μικρότερη.** Μεσοπρόθεσμα, εγείρονται αμφιβολίες για το κατά πόσο είναι εφικτή η διατήρηση ενός ρυθμού ανάπτυξης γύρω στο 5% δεδομένων των διαρθρωτικών προβλημάτων και του χρόνου που θα απαιτηθεί για την ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς. Επιπλέον, ο γεωστρατηγικός ανταγωνισμός με τις ΗΠΑ και η επανεξέταση από αρκετές μεγάλες χώρες της γεωγραφικής παραγωγής/εισαγωγών σημαντικών εισροών, αλλά και ορισμένων εξαγωγών στην Κίνα, από γεωστρατηγική σκοπιά είναι παράγοντες που επιδρούν αρνητικά.

### 1 | Πραγματικό ΑΕΠ & Κατανάλωση Ηλεκτρισμού



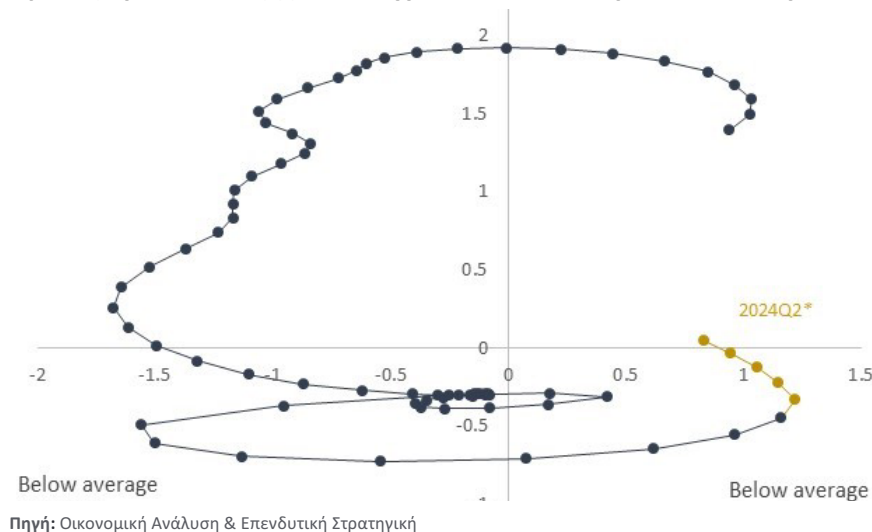
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

- Το 2023 η πλειοψηφία των αναδυομένων οικονομιών ξεπέρασε τις εκτιμήσεις για οικονομική ανάπτυξη, ενώ από τα μέσα του έτους οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν υποχωρήσει καθιστώντας εφικτή την αναγκαία χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής των αντίστοιχων κεντρικών τραπεζών. Ήδη διαφαίνεται η καλύτερη επίδοση των χωρών σε σχέση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες, καθώς η διαφορά ανάπτυξης διευρύνεται και η τάση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί το Α' εξάμηνο του 2024. **Οι βασικοί άξονες των μέχρι τώρα θετικών επιδόσεων του πραγματικού ΑΕΠ είναι κυρίως η εγχώρια κατανάλωση και οι εξαγωγές.** Εντούτοις, η πρόκληση των οικονομιών αυτών τα επόμενα έτη, είναι η αλλαγή του μοντέλου ανάπτυξης, όπου ο κύριος παράγοντας θα είναι οι επενδύσεις και κυρίως οι ιδιωτικές, καθώς τα τρέχοντα επίπεδα των επενδύσεων ως ποσοστό του ΑΕΠ βρίσκονται χαμηλότερα από τα υψηλά των προηγούμενων ετών.
- Προς αυτή την κατεύθυνση, **οι εξαγωγές των αναδυομένων οικονομιών βρίσκονται σε ανοδική τάση τους τελευταίους μήνες, καθώς και τα PMI** σε σχέση με την επιβράδυνση που παρατηρείται στις ανεπτυγμένες χώρες. Επιπλέον, το τέλος της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στις περισσότερες από τις αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται να ωθήσει την πραγματική οικονομία το Β' εξάμηνο του 2024, καθώς στο Α' εξάμηνο αναμένεται επιβράδυνση εξαιτίας της τρέχουσας γεωπολιτικής αβεβαιότητας και της επίπτωσης της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής των προηγούμενων ετών.
- Οι χώρες της Ασίας όπως Ινδία, Φιλιππίνες, Ταϊβάν αναμένεται να έχουν τις καλύτερες επιδόσεις το 2024 εξαιτίας των επενδύσεων από ανεπτυγμένες χώρες σε γραμμές παραγωγής και κυρίως του τεχνολογικού κλάδου. Ενώ στη Λατινική Αμερική, το Μεξικό και η Βραζιλία - όπως και το 2023- αναμένεται να οδηγήσουν την ανάπτυξη στην περιοχή.
- **Τέλος, το 2024 είναι χρονιά που θα πραγματοποιηθούν εκλογές σε αρκετές αναδυόμενες οικονομίες, όπως η Ινδία, οπότε αναμένουμε μία αύξηση στις δημόσιες δαπάνες εντός του έτους.**

### 1 | Διαφορά Ανάπτυξης Ανεπτυγμένων & Αναδυόμενων Οικονομιών





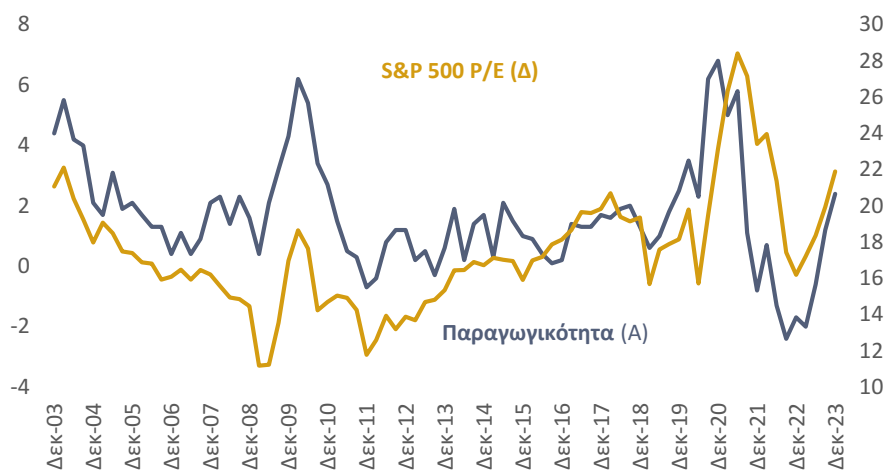
## 03

# ΜΕΤΟΧΕΣ

### 3.1 ΗΠΑ : Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη

- Οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ ανέκαμψαν στο Δ' τρίμηνο του 2023, καταγράφοντας συνολική απόδοση μεγαλύτερη του 10% από τις αρχές του έτους. Η συνέχιση της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού που αύξησε τις προσδοκίες της αγοράς για μείωση των επιτοκίων από τη Fed και οι αυξημένες πιθανότητες για ομαλή επιβράδυνση, καθώς ορισμένα μακροοικονομικά στοιχεία, παραμένουν δυνατά (αγορά εργασίας, λιανικές πωλήσεις) αποτέλεσαν τους βασικούς παράγοντες ενίσχυσης της αγοράς. **Η θετική τάση των αμερικανικών μετοχών ενισχύθηκε περισσότερο με την αλλαγή ρητορικής της Fed τον Δεκέμβριο, αφήνοντας ανοικτό το ενδεχόμενο μείωσης των επιτοκίων στην αρχή του 2024.** Από την άλλη, οι επιπτώσεις των υψηλών επιτοκίων δεν έχουν φανεί στο σύνολο της οικονομίας με τους πρόδρομους δείκτες (ISM) και την αντεστραμμένη καμπύλη της διαφοράς των κρατικών αποδόσεων 2-10 να συνεχίζουν να δείχνουν ύφεση. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω και τις εκτιμήσεις για μειωμένη ανάπτυξη της οικονομίας το 2024, οι αποτιμήσεις των μετοχών παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Ωστόσο, η αύξηση της παραγωγικότητας, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, καθώς και η μείωση του πραγματικού κόστους θα μπορούσαν να δικαιολογήσουν εν μέρει τις παρούσες αποτιμήσεις. Συσχετίζοντας, όμως, μακροοικονομικές θεμελιώδεις μεταβλητές με το P/E, το αναμενόμενο επίπεδο συνεχίζει να βρίσκεται κοντά στο 18x από το 20x που είναι τώρα.
- **Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών παραμένουν αρκετά αισιόδοξες για το 2024** με την αγορά να περιμένει το EPS στα \$245 (+11%) από τα \$221 (0%) του 2023. Οι αναλυτές, όμως, έχουν προχωρήσει σε περισσότερες υποβαθμίσεις της κερδοφορίας τόσο του δείκτη όσο και των επιμέρους κλάδων. Βασικό επιχείρημα αποτελεί η υποχώρηση των περιθωρίων κέρδους λόγω του υψηλού κόστους αλλά και της υποχώρησης του πληθωρισμού. Συσχετίζοντας μακροοικονομικές θεμελιώδεις μεταβλητές με την κερδοφορία, συνεχίζουμε να εκτιμούμε αρνητικό ετήσιο ποσοστό μεταβολής της.
- Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, **διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.**

1 | Παραγωγικότητα & S&P 500 P/E



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική





- Σε κλαδικό επίπεδο, οι growth κλάδοι (Τεχνολογία, Υπηρεσιών Επικοινωνίας, Κυκλικά Προϊόντα) συνεχίζουν την υπεραπόδοσή τους από τις αρχές του 2023. Αντίθετα, οι αμυντικοί κλάδοι (Κοινή Ωφέλεια, Μη Κυκλικά Προϊόντα) και η Ενέργεια καταγράφουν απώλειες. Το τελευταίο διάστημα, σημαντική κίνηση έχει γίνει από τους value κλάδους, συγκεκριμένα τις Τράπεζες, αλλά και από την μικρή κεφαλαιοποίηση καθώς η υποχώρηση των κρατικών αποδόσεων (περίπου 30 μβ), η προσδοκία για μείωση των επιτοκίων από τη Fed και η πεποίθηση για ομαλή επιβράδυνση της οικονομίας ευνοεί τους παραπάνω δείκτες.
- Οι εκτιμήσεις της κερδοφορίας των κλάδων παραμένουν σε διψήφιο αριθμό για τους growth (Υγεία, Υπηρ. Επικοινωνίας, Τεχνολογία) και για την Βιομηχανία, ενώ τον χαμηλότερο ρυθμό αύξησης παρουσιάζει ο κλάδος της Κοινής Ωφέλειας. Σε όρους αποτιμήσεων, οι growth κλάδοι (Τεχνολογία, Υγεία, Κυκλικά Προϊόντα) συνεχίζουν να βρίσκονται σε ακριβά επίπεδα σε σχέση με τον δείκτη, ενώ η Ενέργεια, η μικρή κεφαλαιοποίηση και οι Τράπεζες έχουν τις πιο φθηνές αποτιμήσεις.
- Παραμένουμε θετικοί για τους αμυντικούς κλάδους και συγκεκριμένα για τον κλάδο της Κοινής Ωφέλειας. Ο αμυντικός χαρακτήρας του, και η υψηλή μερισματική απόδοση (η 2η μεγαλύτερη) βοηθούν στην διατήρηση της θετικής άποψής μας.
- Διατηρούμε την προτίμησή μας στους value κλάδους, Ενέργεια και Τράπεζες, σε σχέση με τους growth (Τεχνολογία), όπου παραμένουμε ήπια αρνητικοί. Αν και οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία της Ενέργειας παραμένουν χαμηλές, οι χαμηλές αποτιμήσεις, η υψηλή μερισματική απόδοση και οι θετικές προοπτικές για το πετρέλαιο, στηρίζουν την άποψή μας. Οι Τράπεζες έχουν επίσης χαμηλές αποτιμήσεις και υψηλή μερισματική απόδοση, ενώ φαίνεται ότι έχουν ήδη προεξοφλήσει ένα αρνητικό σενάριο για την οικονομία. Ενδεικτικό, είναι η υπεραπόδοσή τους την τελευταία περίοδο.
- Στο ίδιο πλαίσιο με τις Τράπεζες (φθηνά επίπεδα, προεξόφληση αρνητικών σεναρίων) κινείται και η μικρή κεφαλαιοποίηση, η οποία επωφελείται και από την υποχώρηση των κρατικών αποδόσεων λόγω του υψηλού ποσοστού εταιρειών με δανεισμό σε κυμαινόμενο επιτόκιο. Όπως έχουμε αναφέρει σε προηγούμενη στρατηγική, η μικρή κεφαλαιοποίηση υπεραποδίδει, επίσης, έναντι του S&P 500 σε περιόδους ύφεσης (2000 και 2007). Με βάσει αυτά, διατηρούμε την θετική άποψή μας.
- Εισάγουμε θετική άποψη για τις εταιρείες με υψηλή μερισματική απόδοση (Dividend Aristocrats) καθώς ο σχετικός δείκτης διαπραγματεύεται σε χαμηλότερα επίπεδα αποτιμήσεων σε σχέση με τον S&P 500 (17x vs 19x) ενώ και η μερισματική απόδοση του είναι υψηλότερη (2.6% vs. 1.5%).

2 | Τράπεζες/S&P 500 Τιμή & Απόδοση Αμερικανικού 10ετούς



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

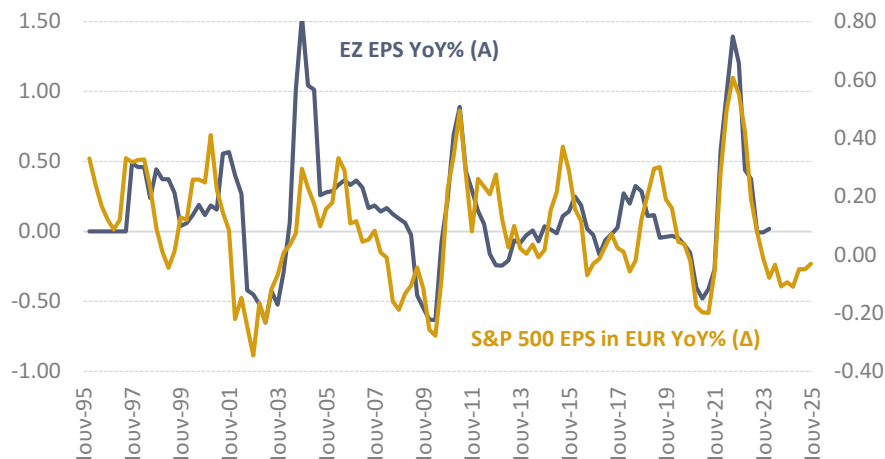




### 3.2 ΕΥΡΩΖΩΝΗ : Αρνητική άποψη

- Το 2023, ο Euro Stoxx είχε χαμηλότερες αποδόσεις από τον S&P 500 καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία της Ευρωζώνης (ΕΖ) επιδεινώνονταν. Παρά την υπο-απόδοση αυτή, συνεχίζουμε και θεωρούμε ότι τα παρόντα επίπεδα των μετοχών στην Ευρωζώνη δεν δικαιολογούνται, τόσο από την μακροοικονομική εικόνα της Ευρωζώνης όσο και σε σχέση με τις προσδοκίες μας για το διεθνές περιβάλλον.
- Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του Euro Stoxx (EPS) παραμένουν θετικές (+4,1%, +5,4% και +8,8% για τα έτη 2023, 2024 και 2025 αντίστοιχα), παρά την αρνητική αναθεώρηση των εκτιμήσεων της κερδοφορίας των εταιριών για τα δύο επόμενα έτη. Ωστόσο, τα EPS της ΕΖ έχουν υψηλή θετική συσχέτιση με τα EPS της Αμερικής (beta μεγαλύτερο του 2), τα οποία αναμένεται να υποχωρήσουν περαιτέρω, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1. Σε όρους αποτιμήσεων (P/E), η αγορά της ΕΖ εξακολουθεί να εμφανίζεται πιο φθηνή από την αμερικανική αγορά (Διάγραμμα 2), αλλά μια εντονότερη υποχώρηση της ευρωπαϊκής κερδοφορίας αναμένεται να αντιστρέψει την εικόνα αυτή.
- Διατηρούμε την αρνητική άποψή μας για την ΕΖ, καθώς τα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα τα οποία παραμένουν αδύναμα αναμένεται να πλήξουν τα EPS των εταιριών, γεγονός που φαίνεται ότι δεν έχει αποτυπωθεί στις προσδοκίες της αγοράς, καθώς αναμένει θετική μεταβολή των EPS για το 2024 και χαμηλότερη αποτίμηση σε όρους P/E από την μετοχική αγορά της Αμερικής.
- Οι κλάδοι που ξεχωρίζουν σε απόδοση από τις αρχές του έτους είναι οι κλάδοι της Τεχνολογίας, της Βιομηχανίας και των Χρηματοοικονομικών. Αντίθετα, σε αρνητικό έδαφος κινείται ο κλάδος των Μη Κυκλικών Προϊόντων. Το τελευταίο διάστημα, ο κλάδος της Τεχνολογίας και των Ακινήτων είχε τις υψηλότερες αποδόσεις, ενώ απώλειες εμφάνισαν οι κλάδοι της Υγείας, της Ενέργειας και των Μη Κυκλικών Προϊόντων.

1 | Μεταβολή (YoY%) Euro Stoxx EPS & S&P EPS (in EUR)

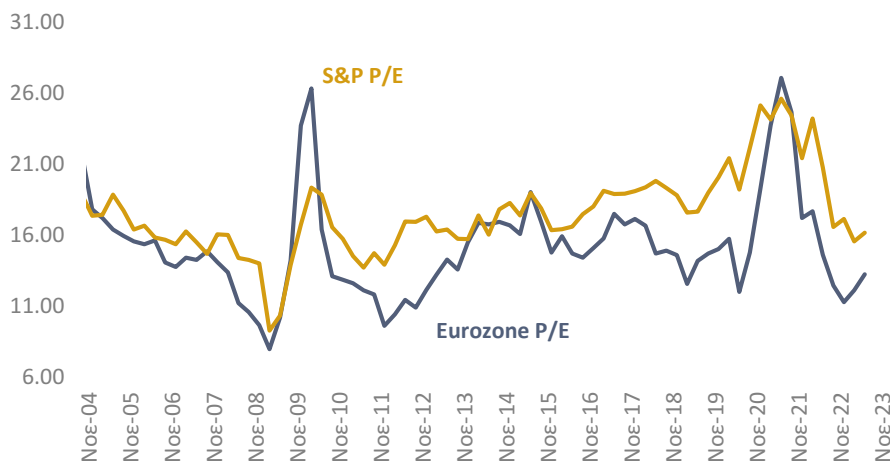


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



- Στις εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024, οι κλάδοι των Πρώτων Υλών, της Βιομηχανίας και των Υπηρεσιών Επικοινωνίας έχουν τα υψηλότερα θετικά ποσοστά, ενώ οι κλάδοι της Κοινής Ωφέλειας, της Ενέργειας, και των Ακινήτων εμφανίζουν αρνητικό πρόσημο.
- **Διατηρούμε την προτίμησή μας για τον κλάδο της Ενέργειας**, παρά τις αρνητικές εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024, καθώς παραμένει από τους πιο ελκυστικούς κλάδους σε όρους αποτιμήσεων (P/E:7x, μερισματική απόδοση 5,2%), τόσο σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς όσο και με τον μέσο όρο 20ετίας. Η τιμή του πετρελαίου συνεχίζει να λειτουργεί θετικά στην κερδοφορία των εταιρειών του κλάδου.
- **Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε θετική για τους κλάδους της Κοινής Ωφέλειας και των Ακινήτων**. Ο κλάδος της Κοινής Ωφέλειας είναι αμυντικού χαρακτήρα, η αποτίμησή του είναι ελκυστική καθώς διαπραγματεύεται με P/E 12,5x (μέσος όρος 20ετίας 13,4x) και έχει υψηλή μερισματική απόδοση (5,2%). Παρά τις αρνητικές εκτιμήσεις της κερδοφορίας του κλάδου για το 2024, αναμένεται να υπεραποδώσει, εν όψει της επικείμενης μείωσης των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Ο κλάδος των Ακινήτων διαπραγματεύεται με P/E 11,5x (μέσος όρος 20ετίας 19,5x) και έχει υψηλή μερισματική απόδοση (5%). Ο κλάδος δέχθηκε πιέσεις το 2022 και το Α' εξάμηνο του 2023 πλησιάζοντας τα χαμηλά του 2009, καθώς ορισμένες εταιρίες διαχείρισης ακινήτων αντιμετώπισαν προβλήματα με τα εμπορικά ακίνητα (γραφεία). Το τελευταίο διάστημα έχει ανακάμψει καθώς θεωρείται ότι έχει ενσωματώσει αρκετά αρνητικά στοιχεία εν όψει και της σταθεροποίησης των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες και της μετέπειτα μείωσής τους. Αναμένεται να συνεχίσει την ανοδική του δυναμική καθώς είναι αρκετά φθηνότερος του πανευρωπαϊκού δείκτη κυρίως σε όρους P/B (0,7x έναντι 1,6x) και διαπραγματεύεται με discount 7% έναντι του δείκτη.
- Ενδιαφέρον παρουσιάζει ο κλάδος των **Χρηματοοικονομικών**, αλλά **δεν είναι ακόμα η στιγμή για μεταβολή της άποψης μας σε θετική**. Παρότι συνεχίζει να αποτελεί τον δεύτερο φθηνότερο κλάδο στην ΕΖ (P/E:7,4x), προσφέροντας υψηλή μερισματική απόδοση (6,2%), δεν φαίνεται να έχει αποτυπώσει τους κινδύνους της οικονομίας και της αγοράς των ακινήτων, όπως τους έχει προεξοφλήσει ήδη ο κλάδος των Ακινήτων.

## 2 | Euro Stoxx P/E & S&P 500 P/E



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



### 3.3 Ιαπωνία | Ήπια αρνητική | Αναδυόμενες Αγορές & Κίνα | Ουδέτερη

- Η ιαπωνική μετοχική αγορά, επωφελούμενη από την αποδυνάμωση του γιεν και την υπεραπόδοση των growth κλάδων έχει την καλύτερη απόδοση (σε γιεν) από τις αρχές του έτους στις κύριες αγορές. Μια σειρά θετικών ανακοινώσεων (όπως κίνητρα για κατανομή των εταιρικών κεφαλαίων στους μετόχους, πρόγραμμα των φοροαπαλλαγών για μικρές επενδύσεις) επέδρασαν θετικά στις μετοχές. Η μετοχική αγορά της χώρας είναι πιο ελκυστική σε όρους αποτιμήσεων (P/E:14x, μερισματική απόδοση 2,4%) από την αμερικανική αλλά πιο ακριβή από την ευρωπαϊκή αγορά. Οι πρόσφατες δηλώσεις αξιωματούχων της Τράπεζας της Ιαπωνίας ενισχύουν το ενδεχόμενο η κεντρική τράπεζα να βάλει τέλος στην πολιτική των αρνητικών επιτοκίων, αφαιρώντας έναν θετικό παράγοντα για τις μετοχές. **Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη στην Ιαπωνία.**
- **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές.** Για το 2023 ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών σημείωσε άνοδο. Ορισμένες αναδυόμενες αγορές, κυρίως της Λατινικής Αμερικής, έχουν ήδη προχωρήσει σε μειώσεις επιτοκίων, με την πλειοψηφία αυτών να εκπλήσσει θετικά από τα μακροοικονομικά στοιχεία (ΑΕΠ). Το σύνολο των αναδυόμενων αγορών διαπραγματεύεται με χαμηλές αποτιμήσεις (P/E:12,6x) προσφέροντας υψηλή μερισματική απόδοση (3,4%).
- **Η άποψή μας για την Κίνα παραμένει ουδέτερη.** Η μετοχική αγοράς της Κίνας σημείωσε τη χειρότερη απόδοση για το 2023. Ωστόσο σε συνδυασμό με τα χαμηλά επίπεδα αποτιμήσεων (P/E:9x), θα μπορούσαμε να δούμε ανάκαμψη της αγοράς, δεδομένης της βελτίωσης μακροοικονομικών στοιχείων (μεταποιητικός τομέας, εμπορικές πωλήσεις, βιομηχανική παραγωγή) και της διάθεσης της κυβέρνησης για περισσότερα μέτρα τόνωσης της οικονομίας (πρόγραμμα χρηματοδότησης ανακαίνισης αστικών οικισμών, χρηματοδότηση κατασκευαστικών εταιριών, ενίσχυση ρευστότητας τραπεζικού συστήματος). Ωστόσο η χρήση δημοσιονομικών κινήτρων και η συνεχιζόμενη ύφεση του κλάδου ακινήτων ενέχει κινδύνους για την οικονομία της χώρας, όπως σημείωσε στην έκθεσή της η Moody's η οποία υποβάθμισε τις προοπτικές της χώρας σε αρνητικές (A1-). Ο ΟΟΣΑ υποβάθμισε την εκτίμησή του για ανάκαμψη στην Κίνα χαμηλότερα του 5% το 2024, ωστόσο ο πρόδρομος δείκτης του ΟΟΣΑ για την οικονομία της χώρας κινείται ανοδικά σε θετικό επίπεδο (Διάγραμμα 1).

1 | MSCI China (YoY%) & OECD China Leading Indicator



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 04

# ΟΜΟΛΟΓΑ

### 4.1 ΗΠΑ | Κρατικά: Διατηρούμε ήπια θετική άποψη

- Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ υποχώρησαν σημαντικά το Δ' τρίμηνο του 2023 (-69 μβ για το αμερικανικό 10ετές κρατικό ομόλογο, -79 μβ για το 2ετές), καθώς **αν και η αμερικανική οικονομία αποδείχθηκε ανθεκτικότερη από ότι αναμενόταν, ο πληθωρισμός υποχώρησε ταχύτερα από τις εκτιμήσεις της αγοράς. Παράλληλα, αν και η Fed διατήρησε τα επιτόκια αμετάβλητα στην συνεδρίαση του Δεκεμβρίου, χρησιμοποίησε ένα ηπιότερο τόνο σχετικά με την νομισματική της πολιτική σε σχέση με προηγούμενως**, πιέζοντας τις αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων καθοδικά και συμπαρασύροντας τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης. Οι προβλέψεις του Δεκεμβρίου των μελών της Fed (dot plot) σηματοδοτούν σωρευτικές μειώσεις επιτοκίων κατά 75 μβ το 2024, από 50 μβ προηγούμενως, με τις αγορές όμως, να εκτιμούν ταχύτερη μείωση των επιτοκίων και να αναμένουν 5-6 συνολικές μειώσεις επιτοκίων έως το τέλος του 2024.
- Οι παράγοντες ανησυχίας που οδήγησαν την απόδοση της 10ετίας έως το 5% (στις 23.10), όπως η αυξημένη προσφορά κρατικών τίτλων, το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα, η σταδιακή μείωση του χαρτοφυλακίου της Fed και η μείωση δεικτών ρευστότητας μεταξύ άλλων, παραμερίστηκαν (προσωρινά;) καθώς οι επενδυτές επικεντρώθηκαν στην ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Η καμπύλη των αποδόσεων 10ετίας-2ετίας έκλεισε το Δ' τρίμηνο (στις -37 μβ) παραμένοντας αντεστραμμένη από το καλοκαίρι του 2022, ενώ η διαφορά της απόδοσης 3 μηνών-10ετών υποχώρησε στις -148 μβ (από τις -88 μβ στις 29.09).
- Οι ανησυχίες μας για τον βαθμό επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας συνεχίζουν να αποτυπώνονται σε αρκετούς πρόδρομους δείκτες, δείκτες ρευστότητας αλλά και σχέσεις όπως αυτή του χρυσού με τον χαλκό που συνηγορούν σε χαμηλότερες αποδόσεις. Όσον αφορά τον πληθωρισμό, αναμένουμε ότι η πορεία προς χαμηλότερα επίπεδα δεν θα είναι όσο ομαλή όσο προεξοφλεί η αγορά και εκτιμούμε ότι η πρώτη μείωση των επιτοκίων θα έρθει το Β' εξάμηνο του έτους σε αντίθεση με την αγορά που τιμολογεί την πρώτη μείωση τον Μάρτιο με πιθανότητα 100% (στις 20.12). Μακροπρόθεσμα αναμένουμε την περαιτέρω αποκλιμάκωση των αποδόσεων (Διάγραμμα 1) αλλά καθώς η υποχώρηση ήταν ιδιαίτερα απότομη βραχυπρόθεσμα μια ανοδική αντίδραση είναι πιθανή. **Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ.**

#### 1 | Απόδοση αμερικανικού 10ετούς Ομολόγου (μηνιαίες παρατηρήσεις)



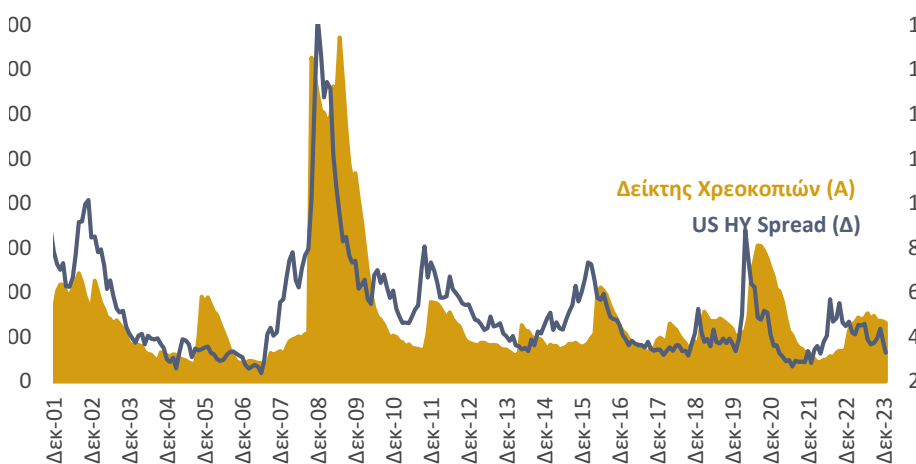
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 4.2 ΗΠΑ | Εταιρικά: Ουδέτερη στα IG, Ήπια Αρνητική στα HY

- Τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης (ΗΠΑ IG) είχαν θετική συνολική απόδοση το Δ' τρίμηνο, υπεραποδίδοντας των αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης (ΗΠΑ HY) επίσης σημείωσαν θετικές αποδόσεις, ακολουθώντας την ανοδική πορεία των μετοχικών αγορών καθώς το consensus υιοθέτησε το σενάριο της «ήπιας επιβράδυνσης» της οικονομίας και της ταχύτερης αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, ως το βασικό σενάριο, αμφισβητώντας την μέχρι πρόσφατα ρητορική της Fed για «υψηλότερα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα» επιτόκια. Τα spread υποχώρησαν, ακολουθώντας την αυξημένη επιθυμία των επενδυτών για ανάληψη ρίσκου αλλά και την συνεχιζόμενη σχετικά περιορισμένη έκδοση εταιρικών ομολόγων λόγω των υψηλών επιτοκίων.
- Το spread των ομολόγων ΗΠΑ IG, υποχώρησε 22 μβ σε σχέση με το Q3-2023, κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο, καθώς τα θεμελιώδη στοιχεία των εταιριών παραμένουν υγιή αν και παρατηρούνται κάποια μικρά σημάδια επιβράδυνσης. Το spread των ομολόγων ΗΠΑ HY, σημείωσε ακόμα μεγαλύτερη πτώση το Q4-2023 (-71 μβ), σε σύμπτωση με την υποχώρηση του δείκτη μεταβλητότητας VIX (στο 12,5 από 17,5 στις 29.09). Η απόδοση των ομολόγων HY έχει υποχωρήσει στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 11 μηνών και το spread σε χαμηλό 20 μηνών.
- Με βάση τις ιστορικές ενδείξεις για τις χρεωκοπίες μικρών εταιριών σε περιβάλλον αυστηρότερων συνθηκών δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και την χαμηλότερη ρευστότητα, τα spread των IG & HY θα ήταν εύλογο να διαμορφώνονται υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα. Το spread των IG θα μπορούσε να διατηρηθεί κοντά στα τρέχοντα επίπεδα για ένα διάστημα ακόμα, καθώς οι ανάγκες χρηματοδότησής τους παραμένουν σχετικά χαμηλές (σε σχέση με τα HY όπου η περίοδος λήξης του χρέους τους έχει μειωθεί αξιοσημείωτα κατά τη διάρκεια του κύκλου αύξησης των επιτοκίων, σε λιγότερα από 5 έτη). Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα IG ομόλογα ΗΠΑ. Για τα HY, θεωρούμε ότι τα τρέχοντα επίπεδα των spread προεξοφλούν με μια καλύτερη προοπτική για την αμερικανική οικονομία και δεν είναι συμβατά με το βασικό μας σενάριο για σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2024 και για αύξηση στις χρεοκοπίες ειδικά για τους εκδότες χαμηλότερης διαβάθμισης (Διάγραμμα 1). Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.

1 | HY Spreads & Δείκτης Χρεοκοπιών



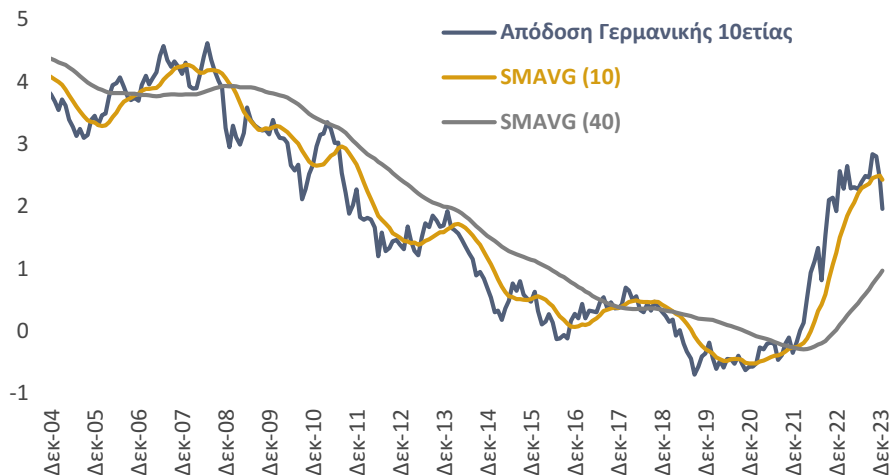
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



### 4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά: Διατηρούμε ήπια θετική άποψη

- Οι αποδόσεις των 10 ετών κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης (ΕΖ) υποχώρησαν σημαντικά το Δ' τρίμηνο (-82 μβ για το γερμανικό 10ετές και -81 μβ για το 2ετές ομόλογο). Οι πιέσεις στις αποδόσεις ήταν μεγαλύτερες από ότι στις ΗΠΑ και η διαφορά 10ετών αποδόσεων ΗΠΑ-Γερμανίας αυξήθηκε κατά 13 μβ. Μικρή υποχώρηση παρατηρήθηκε στο 10ετές spread Ιταλίας-Γερμανίας στις 167 μβ από τις 175 μβ. Για σύνολο της χρονιάς, ως τα τέλη Δεκεμβρίου, οι αποδόσεις του δεκαετούς γερμανικού ομολόγου έχουν υποχωρήσει κατά 54 μβ και του διετούς κατά 35 μβ ενώ το spread Ιταλίας - Γερμανίας υποχώρησε κατά 47 μβ.
- Οι κινήσεις της αγοράς ομολόγων του πυρήνα της Ευρωζώνης εξηγούνται σε μεγάλο βαθμό από την αλληλεπίδραση των εξελίξεων στις ΗΠΑ και της αντιπληθωριστικής ρητορικής της ΕΚΤ. Έτσι κατά το μεγαλύτερο μέρος του 2023 η άνοδος των μακροχρόνιων αποδόσεων ήταν το αποτέλεσμα των θετικών εκπλήξεων της οικονομίας των ΗΠΑ η οποία συνδυαζόμενη με την άνοδο των ευρωπαϊκών επιτοκίων οδηγούσε σε άνοδο του μακρύτερου μέρους της καμπύλης (παρά τα πολύ αρνητικά νέα από την ευρωπαϊκή οικονομία). Από τα τέλη Νοεμβρίου ο συνδυασμός καθοδικών εκπλήξεων στον πληθωρισμό (κυρίως στην Ευρωζώνη) και της αλλαγής στάσης της νομισματικής πολιτικής της Fed (σηματοδότηση περισσότερων μειώσεων επιτοκίων για το 2024) έχει οδηγήσει σε έντονες πιέσεις στις κρατικές μακροχρόνιες αποδόσεις της Ευρωζώνης (Διάγραμμα 1), οι οποίες πλέον αρχίζουν και έρχονται σε συμφωνία με τα οικονομικά στοιχεία. Κατά την περίοδο αυτή, η ρητορική της ΕΚΤ έχει παραμείνει αμετάβλητα αυστηρή, οδηγώντας έτσι σε ηπιότερες πιέσεις στα βραχυπρόθεσμα ομόλογα, αλλά και σε άνοδο του ευρώ. Αυτή η τελευταία δυναμική εάν συνεχιστεί θα μπορούσε να αποτελέσει έναν επιπλέον αρνητικό παράγοντα για την οικονομία της Ευρωζώνης.
- Οι ανησυχίες για το δημοσιονομικό έλλειμμα και την πιστοληπτική ικανότητα της Ιταλίας φαίνεται να έφτασαν στο απόγειο τους τον περασμένο Σεπτέμβριο και τώρα βρίσκονται σε φάση αποκλιμάκωσης η οποία μπορεί να συνεχιστεί εφόσον η κυβέρνηση, ύστερα από την αρχική αρνητική έκπληξη σηματοδοτήσει τις προθέσεις για αποκλιμάκωση του ελλείματος από το 5,4% του 2023 προς το 4% το 2025 (σύμφωνα με τις προσδοκίες των αναλυτών). Μια παρέκκλιση από αυτή την πορεία θα ήταν πιθανή, σε ένα σενάριο εμμένουσας στασιμότητας της οικονομίας της Ιταλίας (και της Ευρωζώνης). **Διατηρούμε την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα του πυρήνα ήπια θετική.**

1 | Απόδοση Γερμανικής 10ετίας (μηνιαίες παρατηρήσεις)



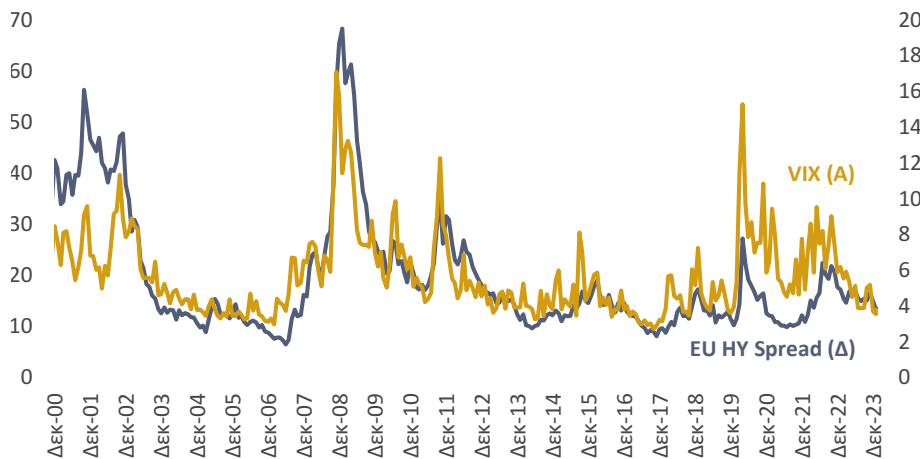
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



#### 4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά: Αρνητική άποψη σε όλο το εύρος

- Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης (EZ IG) της Ευρωζώνης σημείωσαν θετικές συνολικές αποδόσεις το Δ' τρίμηνο, και υπεραπέδωσαν ελαφρώς έναντι των εταιρικών ομολόγων υψηλής απόδοσης (EZ HY).
- **Οι αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων EZ IG ακολούθησαν** μέρος της κίνησης των κρατικών ομολόγων 10ετίας της Ευρωζώνης, και **το spread υποχώρησε -15 μβ** σε σχέση με το Q3-2023. Αν και το κόστος χρηματοδότησης των εκδοτών υποχώρησε το Δ' τρίμηνο και οι αναβαθμίσεις στις αξιολογήσεις του χρέους τους από τους βασικούς πιστοληπτικούς οίκους ξεπέρασαν αριθμητικά τις υποβαθμίσεις, τα θεμελιώδη των εταιριών επιδεινώθηκαν ελαφρώς.
- **Το spread των HY της EZ σημείωσε μεγαλύτερη αποκλιμάκωση σε σχέση με τα IG (-50 μβ)**, καθώς η επιθυμία των επενδυτών για ανάληψη ρίσκου ήταν ιδιαίτερα αυξημένη (ιστορικά υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ της υποχώρησης της μεταβλητότητας VIX / ανόδου των μετοχικών δεικτών και των τιμών των ομολόγων υψηλής απόδοσης (Διάγραμμα 1). Όμως, η ποιότητα των εκδοτών χειροτέρευσε, με την αναλογία αναβαθμίσεων έναντι υποβαθμίσεων να μειώνεται το Δ' τρίμηνο, αντιστρέφοντας δύο συνεχόμενα τρίμηνα βελτίωσης.
- Σύμφωνα με την εκτίμηση μας, το spread θα ήταν εύλογο να διαμορφωθεί υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα και για τις δύο κατηγορίες (IG & HY), καθώς αρκετοί μακροοικονομικοί δείκτες στην Ευρωζώνη παραμένουν υποτονικοί (ειδικά στον τομέα της μεταποίησης), οι τιμές της ενέργειας παραμένουν υψηλές (σε σχέση με τα επίπεδα προ της πανδημίας), η δημοσιονομική πολιτική είναι περιοριστική μετά το τέλος των μέτρων στήριξης και ο δείκτης ρευστότητας M1 εξακολουθεί να σηματοδοτεί χαμηλή ανάπτυξη για την οικονομία της Ευρωζώνης.
- Δεδομένης της εκτίμησής μας, ότι τα θεμελιώδη των εταιριών δύσκολα να βελτιωθούν περαιτέρω σε ένα περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης, εκτιμούμε ότι το spread θα διευρυνθεί από τα τρέχοντα επίπεδα, ενώ και η μεταβλητότητα στις αγορές αναμένεται να ενισχυθεί. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα IG εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης και την αρνητική για τα HY εταιρικά ομόλογα.**

1 | EZ HY Spreads (σε %) και δείκτης μεταβλητότητας VIX



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



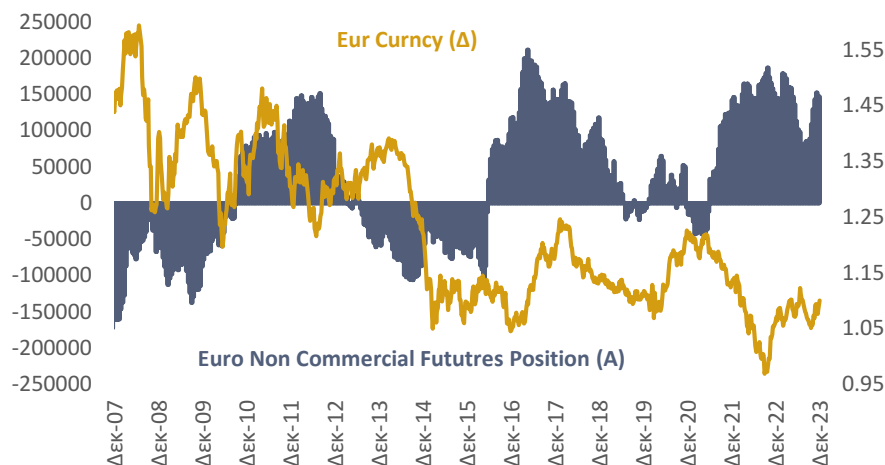


# 05 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

## 5.1 USD | EURUSD: Θετική άποψη για το USD

- **Ο δολαριακός δείκτης έκλεισε με πτώση περίπου 2% το 2023** παρά την μεγάλη άνοδο του Γ' τριμήνου (+3%) καθώς το τελευταίο τρίμηνο υποχώρησε σημαντικά. **Βασικοί λόγοι της πτώσης ήταν η υποχώρηση του πληθωρισμού και το dovish Fed pivot** (όπως έχει αναφερθεί σε προηγούμενες ενότητες). Αναμένεται να παραμείνει στα παρόντα επίπεδα καθώς η αμερικανική οικονομία παραμένει περισσότερο ανθεκτική σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο.
- **Η ισοτιμία EURUSD ενισχύθηκε περίπου +3% το 2023, με την μεγαλύτερη κίνηση (+4%) να καταγράφεται το τελευταίο τρίμηνο.** Βασικός παράγοντας της ανοδικής κίνησής της ήταν η υποχώρηση του δολαρίου για τους προαναφερθέντες λόγους και η hawkish στάση της ΕΚΤ, η οποία διατείνεται ότι δε θα προχωρήσει ακόμα σε μειώσεις επιτοκίων το 2024. Το αποτέλεσμα είναι η αύξηση τόσο των κερδοσκοπικών θέσεων όσο και των στοιχημάτων υπέρ του ευρώ τους τελευταίους μήνες, στηρίζοντας την κίνησή του (Διάγραμμα 1). Ωστόσο, τα μακροοικονομικά στοιχεία στην ΕΖ συνεχίζουν να δείχνουν αδύναμη οικονομία, με αυξημένες πιθανότητες για ύφεση (65%), ενώ παράλληλα η αγορά περιμένει την ΕΚΤ να προχωρήσει πρώτη (πριν τη Fed) σε μειώσεις επιτοκίων. Αντίθετα, στα θετικά, είναι η υποχώρηση των ανησυχιών για την οικονομία της Ιταλίας (διατήρηση του credit rating από τους διεθνείς οίκους), οδηγώντας το spread των κρατικών ομολόγων (10ετίας) χαμηλότερα και ενισχύοντας το ευρώ.
- **Βραχυπρόθεσμα, θεωρούμε ότι η ισοτιμία θα παραμείνει κοντά στα παρόντα επίπεδα, με αρκετές διακυμάνσεις** καθώς αναμένουμε να αυξηθεί η μεταβλητότητα, λόγω των παραπάνω παραγόντων και τότε ίσως δούμε να κινείται κοντά στο κάτω όριο του 12μηνου εύρους μας (1.05). Σε ετήσιο ορίζοντα και δεδομένου ότι το ευρώ παραμένει φθηνό με βάση μακροοικονομικές μεταβλητές και το δολάριο είναι ακριβό σε σχέση με αντίστοιχες μακροοικονομικές μεταβλητές, θα μπορούσαμε να δούμε ενίσχυση της ισοτιμίας κοντά στην περιοχή του 1,12. **Το αναμενόμενο τριμηνιαίο και ετήσιο εύρος αυξάνονται σε 1,0740 – 1,1025 (προηγ. 1,0360-1,0740) και 1,0455 – 1,1215 (προηγ. 1,0280 - 1,1025) με διατήρηση στόχου στο 1,10.**

1 | Καθαρές Κερδοσκοπικές θέσεις σε Ευρώ & EURUSD



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 5.2 USDJPY | EURGBP: Ήπια αρνητική | Ουδέτερη

- Η ισοτιμία USDJPY υποχώρησε περίπου 5% το τελευταίο τρίμηνο του 2023, περιορίζοντας την θετική της απόδοση του έτους στο +4%. **Ο βασικός λόγος της ενίσχυσης του γιεν είναι η υποχώρηση των αμερικανικών αποδόσεων και η προσδοκία της αγοράς για απομάκρυνση από τον έλεγχο των κρατικών αποδόσεων από την BoJ.** Αν και στην τελευταία συνεδρίαση της Τράπεζας αποφασίστηκε η συνέχιση της χαλαρής νομισματικής πολιτικής της, η αγορά περιμένει αλλαγή της πολιτικής το 2024 με αυξημένες πιθανότητες για αύξηση του επιτοκίου. Όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, η υποχώρηση του spread των κρατικών αποδόσεων μεταξύ ΗΠΑ-Ιαπωνίας έχει οδηγήσει την ισοτιμία σε χαμηλότερα επίπεδα, ωστόσο υψηλότερα σε σχέση με τον Ιανουάριο του 2023.
- **Η άποψή μας για το USDJPY παραμένει ήπια αρνητική σε ετήσιο ορίζοντα**, καθώς η πιθανότητα απομάκρυνσης από την πολιτική έλεγχου των αποδόσεων των επιτοκίων και το ενδεχόμενο μείωσης των επιτοκίων από τη Fed, θα ενισχύσουν το γιεν. Βραχυπρόθεσμα, ίσως δούμε να κινείται κοντά στο άνω όριο του εύρους μας, δεδομένου ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν υψηλά για αρκετό καιρό στις ΗΠΑ και της χαλαρής νομισματικής πολιτικής της BoJ. **Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος μειώνεται σε 136,36 – 148,70 (προηγ. 140,65-156,00) με μείωση στόχου στο 138,00( προηγ. 140,00)**
- **Η ισοτιμία EURGBP συνεχίζει να κινείται σε ένα στενό εύρος**, έχοντας καταγράψει οριακές κινήσεις το τελευταίο τρίμηνο. Ο λόγος είναι ότι και οι δύο οικονομίες βρίσκονται περίπου στην ίδια κατάσταση, χαμηλή ανάπτυξη με αυξημένες πιθανότητες για ύφεση και πληθωρισμό πάνω από το επιθυμητό επίπεδο. Ωστόσο, την τελευταία περίοδο η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου έχει εκπλήξει θετικά, ενώ παράλληλα, η BoE έχει προβεί σε hawkish δηλώσεις λόγω της αύξησης των μισθών. Για αυτό τον λόγο, τα στοιχήματα για την στερλίνα έχουν αυξηθεί, ωστόσο στο σύνολο παραμένουν υπέρ του ευρώ.
- **Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω για την ισοτιμία EURGBP, διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.** Σε ετήσια βάση, έχουμε αλλάξει την άποψή μας σε ουδέτερη από ήπια αρνητική καθώς η ενδεχόμενη υποχώρηση της ισοτιμίας λόγω της πιο dovish στάσης της ΕΚΤ (περισσότερες μειώσεις επιτοκίων) ίσως αντισταθμιστεί από μια πιθανή ανάκαμψη της κινεζικής οικονομίας. **Το αναμενόμενο εύρος διατηρείται στο 0,8450-0,9150 με στόχο στο 0,8900.**

1 | Διαφορά αποδόσεων κρ. ομολόγων 10ετίας ΗΠΑ-Ιαπωνίας & USDJPY



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



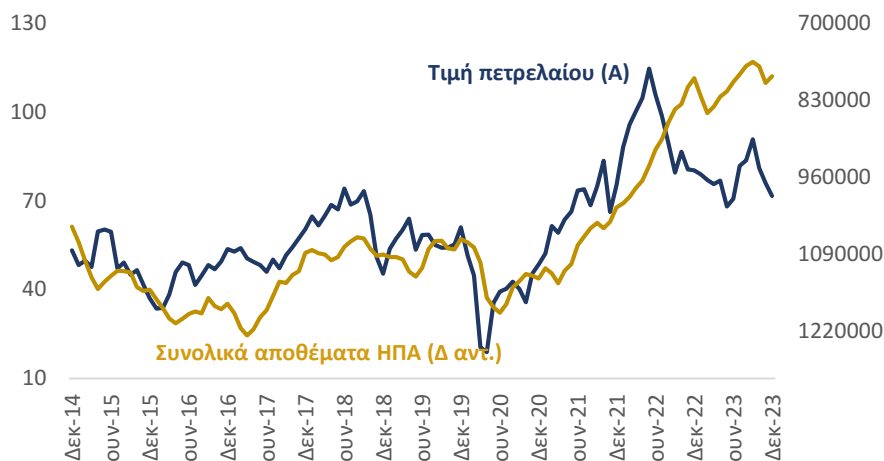
## 06

## ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

## 6.1 Πετρέλαιο: Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας

- **Σημαντική υποχώρηση σημείωσαν οι πετρελαϊκές τιμές στο Δ' τρίμηνο του 2023**, καθώς κυριάρχησε η αβεβαιότητα για την παγκόσμια ζήτηση εξαιτίας της αδύναμης οικονομικής ανάκαμψης της Κίνας.
- Ενδεικτική κίνηση των ανησυχιών αποτέλεσε η **περιορισμένη επίδραση των επιπλέον πετρελαϊκών παραγωγικών περικοπών μέχρι το τέλος του 2023**, που αποφάσισαν χώρες-μέλη του ΟΠΕΚ+ (περίπου 2,2 εκατ. βαρέλια/ημέρα), με ενδεχόμενο επέκτασης τους και το Α' τρίμηνο του 2024. Η ισχυρή πετρελαϊκή παραγωγή από τις ΗΠΑ (13,3 εκατ. βαρέλια το 2024) και χωρών εκτός ΟΠΕΚ (2,7 εκατ. βαρέλια) πιθανά να λειτουργήσουν ως αντιστάθμισμα, επηρεάζοντας, ταυτόχρονα, και το παγκόσμιο μερίδιο του ΟΠΕΚ στην πετρελαϊκή αγορά (51%).
- Σε πρόσφατη έκθεσή του ο ΟΠΕΚ+ (Δεκέμβριος 2023) επιβεβαίωσε τις προηγούμενες προβλέψεις του για **συγκρατημένο ρυθμό αύξησης της ζήτησης το 2024** κατά 2,25 εκατ. βαρέλια/ημέρα (σε 104,36 εκατ. βαρέλια από 102,11 εκατ. βαρέλια το 2023). Αντίθετα, η Διεθνής Υπηρεσία Ενέργειας των ΗΠΑ αναθεώρησε πτωτικά κατά 400.000 βαρέλια τη ζήτηση για το Δ' τρίμηνο του 2023, (101,7 εκατ. βαρέλια το 2023), με το ενδεχόμενο περαιτέρω επιβράδυνσής της το 2024.
- Συσχετίζοντας την τιμή του αργού με μια σειρά από παράγοντες όπως το δολάριο, την προσφορά, τη ζήτηση, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια και την κλίση της καμπύλης των αμερικανικών επιτοκίων, εκτιμούμε μια «δίκαιη» τιμή στα **\$77 καθιστώντας το αργό φτηνό**. Η ενίσχυση της δίκαιης τιμής το τελευταίο τρίμηνο (περίπου 2%) ήταν αποτέλεσμα κυρίως της υποχώρησης του δολαρίου. Παράλληλα, παρά τις πρόσφατες αυξήσεις, τα συνολικά αποθέματα στις ΗΠΑ παραμένουν χαμηλά (Διάγραμμα 1).
- Παράλληλα, η **συνεχιζόμενη γεωπολιτική ένταση** θα μπορούσε να προσφέρει, μεσοπρόθεσμα, στήριξη στις πετρελαϊκές τιμές, με το ενδεχόμενο διατήρησης της για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα και μιας ενδεχόμενης κλιμάκωσης, να παραμένουν στο επίκεντρο της αγοράς.
- Παρόλο που τα θεμελιώδη έχουν βελτιωθεί, το αργό παραμένει υπό πίεση λόγω των ανησυχιών για την παγκόσμια ανάπτυξη. **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας.**

1 | Τιμή Πετρελαίου &amp; Συνολικά Αποθέματα ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση &amp; Επενδυτική Στρατηγική



## 6.2 Χρυσός: Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας

- Άνοδο σημείωσε η τιμή του χρυσού στο Δ΄ τρίμηνο, βρίσκοντας στήριξη στην υποχώρηση του δολαρίου, των αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και της γεωπολιτικής έντασης.
- Καθώς το 2024 αναμένεται να είναι έτος μείωσης των επιτοκίων με υποτονικούς ρυθμούς παγκόσμιας ανάπτυξης, η δυναμική του δολαρίου θα μπορούσε διατηρηθεί σχετικά σταθερή στο Α΄ τρίμηνο του 2024.
- Η σημαντική αποκλιμάκωση στις πληθωριστικές πιέσεις, έχει οδηγήσει σε μείωση της απόδοσης των πραγματικών 10ετών επιτοκίων κοντά στο 1,70% (Οκτ: 2,40%) όπως και των αποδόσεων των ομολόγων (10y Treasuries: από 4,91% σε 3,85%). Παρά την πρόσφατη υποχώρηση όμως, οι αποδόσεις παραμένουν υψηλά λειτουργώντας εν δυνάμει αρνητικά για την τιμή του χρυσού.
- Παράλληλα, όσο η Fed μειώνει τον ισολογισμό της και μειώνεται η ρευστότητα στην πραγματική οικονομία, με πιθανό αρνητικό αντίκτυπο τόσο στην τιμή του χρυσού από μόνη της, όσο και στην σχέση του με τις τιμές των άλλων εμπορευμάτων.
- Ενδεικτικό των παραπάνω παραγόντων, ήταν οι εκροές από τους διαχειριστές σε ETF's που επενδύουν σε χρυσό (Διάγραμμα 1).
- Αντίθετα, οι αυξημένες γεωπολιτικές εντάσεις, παράλληλα με την διενέργεια εκλογών σε αναπτυσσόμενες και αναπτυσσόμενες οικονομίες και η συνεχιζόμενη πολιτική αγοράς χρυσού από τις κεντρικές τράπεζες, δύνανται να προσφέρουν στήριξη στον χρυσό.
- Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.

1 | Τιμή Χρυσού & Τοποθετήσεις ETF's



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



# 07

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας καθώς οι αποτιμήσεις παραμένουν σε υψηλά επίπεδα όπως και η εκτιμώμενη μεταβολή της κερδοφορίας, σε σχέση με αυτές που υποδεικνύουν οι μακροοικονομικές θεμελιώδεις μεταβλητές.
Ευρωζώνης	Αρνητική	Διατηρούμε την αρνητική άποψή μας για την ΕΖ, καθώς τα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα παραμένουν αδύναμα χωρίς να έχουν, προς το παρόν, αποτυπωθεί στις προσδοκίες της αγοράς για την κερδοφορία των εταιριών.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία. Η πιθανότητα κατάργησης του ελέγχου της καμπύλης των αποδόσεων και το ενδεχόμενο ύφεσης στον υπόλοιπο κόσμο θα λειτουργήσουν αρνητικά για τις ιαπωνικές μετοχές.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές, λόγω του ότι ορισμένες αναδυόμενες χώρες έχουν, ήδη προχωρήσει στην χαλάρωση της νομισματικής τους πολιτικής, ενώ παραμένουν σε χαμηλές αποτιμήσεις με παράλληλη υψηλή μερισματική απόδοση.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ήπια θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ καθώς μακροπρόθεσμα αναμένουμε την περαιτέρω αποκλιμάκωση των αποδόσεων, αλλά καθώς η υποχώρηση ήταν ιδιαίτερα απότομη, βραχυπρόθεσμα, μια ανοδική αντίδραση είναι πιθανή.
Κρατικά Ευρωζώνης	Ήπια θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας καθώς η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα επιτρέψει στην ΕΚΤ να μεταβάλλει την αυστηρή ρητορική της και να προχωρήσει σε χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα IG ομόλογα ΗΠΑ καθώς το spread των IG θα μπορούσε να διατηρηθεί κοντά στα τρέχοντα επίπεδα για ένα διάστημα ακόμα, καθώς οι ανάγκες χρηματοδότησής τους παραμένουν σχετικά χαμηλές (σε σχέση με τα ΗΥ όπου η περίοδος λήξης του χρέους τους έχει μειωθεί αξιοσημείωτα σε λιγότερα από 5 έτη).
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια αρνητική	Για τα ΗΥ, θεωρούμε ότι τα τρέχοντα επίπεδα των spread προεξοφλούν μια καλύτερη προοπτική για την αμερικανική οικονομία και δεν είναι συμβατά με το βασικό μας σενάριο για σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας το 2024 και για αύξηση στις χρεοκοπίες ειδικά για τους εκδότες χαμηλότερης διαβάθμισης.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ήπια αρνητική	Δεδομένης της εκτίμησής μας, ότι τα θεμελιώδη των εταιριών δύσκολα να βελτιωθούν περαιτέρω σε ένα περιβάλλον χαμηλής ανάπτυξης, εκτιμούμε ότι το spread θα διευρυνθεί από τα τρέχοντα επίπεδα, και η μεταβλητότητα στις αγορές αναμένεται να ενισχυθεί. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Αρνητική	Το spread θα ήταν εύλογο να διαμορφωθεί υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα καθώς αρκετοί μακροοικονομικοί δείκτες στην Ευρωζώνη παραμένουν υποτονικοί (ειδικά στον τομέα της μεταποίησης), οι τιμές της ενέργειας παραμένουν υψηλές, η δημοσιονομική πολιτική είναι περιοριστική και ο δείκτης ρευστότητας M1 εξακολουθεί να σηματοδοτεί χαμηλή ανάπτυξη για την οικονομία της Ευρωζώνης. Διατηρούμε την αρνητική άποψή μας.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Ήπια Αρνητική	Η αρνητική τάση της ισοτιμίας αναμένεται να συνεχιστεί καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία στην ΕΖ συνεχίζουν να δείχνουν αδύναμη οικονομία. Το αναμενόμενο τριμηνιαίο και ετήσιο εύρος διαμορφώνονται σε 1,0740 – 1,1025 και 1,0455 – 1,1215 με στόχο στο 1,10.
USDJPY	Ήπια Αρνητική	Η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική σε ετήσιο ορίζοντα. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος διαμορφώνεται σε 136.36-148,70 με στόχο στο 138.
EURGBP	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας βραχυπρόθεσμα ενώ αλλάζουμε σε ουδέτερη την ήπια αρνητική άποψή μας σε ετήσιο ορίζοντα. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος διατηρείται στο 0,8450-0,9150 με στόχο στο 0,8900.
Εμπορεύματα		
Χρυσός	Ήπια αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας στο χρυσό καθώς τα υψηλά πραγματικά επιτόκια, οι αποδόσεις στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ αναμένεται να συνεχιστούν λειτουργώντας αρνητικά στην τιμή του χρυσού σε συνδυασμό με τη σχετικά θετική δυναμική που εμφανίζει το δολάριο.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας στο πετρέλαιο, λόγω των ενισχυμένων αποθεμάτων των ΗΠΑ και των διαδοχικών εξαγωγών πετρελαϊκών εταιριών, με έντονα όμως τα χαρακτηριστικά της μεταβλητότητας, λαμβανομένων των παγκόσμιων προοπτικών συρρίκνωσης και της γεωπολιτικής αστάθειας.



# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ							
Χρονική Περίοδος	Πραγματικό ΑΕΠ		Αγορά Εργασίας		Πληθωρισμός (βάσει του:		
	SA-Τριμηνιαία-ετησιοποιημένη % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	% ανεργίας	Νέες θέσεις εργασίας *	Δείκτη Τιμών Καταναλωτή	Price index PCE (SA)	Core PCE (SA)**
2019	2.5	2.5	3.7	163	1.8	1.4	1.6
2020	-2.2	-2.2	8.1	-774	1.2	1.1	1.3
2021	5.8	5.8	5.4	606	4.7	4.2	3.6
2022	1.9	1.9	3.6	399	8.0	6.5	5.2
2021 Q1	5.2	1.6	6.2	618	1.9	2.1	1.9
Q2	6.2	11.9	5.9	487	4.9	4.1	3.6
Q3	3.3	4.7	5.1	663	5.4	4.7	4.0
Q4	7	5.4	4.2	655	6.7	5.9	4.9
2022 Q1	-2	3.6	3.8	561	8.0	6.6	5.5
Q2	-0.6	1.9	3.6	329	8.7	6.8	5.2
Q3	2.7	1.7	3.6	423	8.3	6.6	5.2
Q4	2.6	0.7	3.6	284	7.1	5.9	5.1
2023 Q1	2.2	1.7	3.5	312	5.8	5.0	4.8
Q2	2.1	2.4	3.6	201	4.0	3.9	4.6
Q3	4.9	2.9	3.7	221	3.5	3.3	3.8
Q4	;	;	;	;	;	;	;
Ιουλ-23			3.5	236	3.2	3.3	4.2
Αυγ-23			3.8	165	3.7	3.3	3.7
Σεπ-23			3.8	262	3.7	3.4	3.6
Οκτ-23			3.9	150	3.2	2.9	3.4
Νοε-23			3.7	199	3.1	2.6	3.2
Δεκ-23			;	;	;	;	;

\* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

\*\*PCE-food & energy

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ (συνέχεια)										
Χρονική Περίοδος	ISM		Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης		Εμπορικό Ισοζύγιο (SA-δισ. €)	Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		NAHB
	Μεταποίησης	Υπηρεσιών	Παν/μιού Μίαιγκαν	Conferepce Board		SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	
2019	51.2	55.5	96.0	128.3	-46.6	-0.7	-0.7	3.1	3.1	66.1
2020	52.4	54.3	81.5	101.0	-54.4	-7.2	-7.2	0.9	0.9	70.0
2021	60.7	62.4	77.6	112.7	-70.1	4.4	4.4	18.4	18.4	81.2
2022	53.5	56.1	59.0	104.5	-79.3	3.4	3.4	9.6	9.6	59.0
2021 Q1	61.3	59.1	80.2	99.1	-64.4	1.4	-2.6	5.8	13.7	83.0
Q2	61.3	62.7	85.6	122.1	-67.7	6.5	13.6	6.8	30.9	82.3
Q3	60.1	62.6	74.8	116.7	-72.6	3.2	4.1	-0.3	14.2	77.0
Q4	59.9	65.3	69.9	112.9	-75.8	4.2	3.7	3.0	15.7	82.3
2022 Q1	57.7	58.7	63.1	108.1	-92.0	3.7	4.5	3.1	12.7	81.0
Q2	55.0	56.6	57.9	103.4	-83.6	4.1	3.6	3.4	9.5	71.0
Q3	52.2	56.1	56.1	102.2	-70.2	2.1	3.5	0.1	10.0	50.0
Q4	49.1	53.1	58.8	104.2	-71.2	-2.5	1.9	0.3	6.6	34.0
2023 Q1	47.1	53.8	64.6	104.5	-67.3	-0.3	0.7	1.1	5.1	40.3
Q2	46.7	52.0	62.4	105.4	-67.9	0.8	0.2	0.1	1.6	50.0
Q3	47.7	53.6	69.7	109.0	-61.6	1.8	0.1	1.7	3.0	50.0
Q4	;	;	64.9	103.6	;	;	;	;	;	37.0
Ιουλ-23	46.4	52.7	71.6	114.0	-65.0	0.9	0.0	0.6	2.0	56.0
Αυγ-23	47.6	54.5	69.5	108.7	-58.6	0.0	0.3	0.7	3.3	50.0
Σεπ-23	49.0	53.6	67.9	104.3	-61.2	0.1	-0.2	0.8	3.7	44.0
Οκτ-23	46.7	51.8	63.8	99.1	-64.3	-0.9	-1.0	-0.2	2.4	40.0
Νοε-23	46.7	52.7	61.3	101.0	;	0.2	-0.4	0.3	4.2	34.0
Δεκ-23	;	;	69.7	110.7	;	;	;	;	;	37.0





ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Επενδυτική Στρατηγική

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης								
Χρονική Περίοδος	Πραγματικό ΑΕΠ		Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ)		Πρόδρομοι Δείκτες			
	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Συνολικός	Δομικός	Σύνθετος PMI	Οικονομικού κλίματος	Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης	
2019	1.6	1.6	1.2	1.1	51.3	103.5	-6.8	
2020	-6.1	-6.1	0.3	0.7	44.0	88.0	-14.2	
2021	5.9	5.9	2.6	1.5	54.9	110.7	-7.5	
2022	3.4	3.4	8.4	3.9	51.4	101.9	-21.9	
2021	Q1	0.5	-0.2	1.0	1.1	49.9	98.6	-12.2
	Q2	2.1	14.9	1.8	0.9	56.8	110.0	-6.0
	Q3	2.1	4.7	2.9	1.4	58.5	117.6	-4.2
	Q4	0.5	5.2	4.7	2.4	54.3	116.6	-7.4
2022	Q1	0.7	5.4	6.1	2.7	54.2	110.9	-13.7
	Q2	0.8	4.1	8.0	3.7	54.2	103.9	-22.7
	Q3	0.5	2.4	9.3	4.4	49.0	97.3	-27.0
	Q4	-0.1	1.8	10.0	5.1	48.1	95.3	-24.3
2023	Q1	0.1	1.3	8.0	5.5	52.0	99.2	-19.6
	Q2	0.1	0.6	6.2	5.5	52.3	96.9	-17.0
	Q3	-0.1	0.0	4.9	5.1	47.5	93.9	-16.3
	Q4	:	:	:	:	47.0	:	-16.6
Ιουλ-23			5.3	5.5	48.6	94.6	-15.1	
Αυγ-23			5.2	5.3	46.7	93.7	-16.0	
Σεπ-23			4.3	4.5	47.2	93.4	-17.7	
Οκτ-23			2.9	4.2	46.5	93.5	-17.8	
Νοε-23			2.4	3.6	47.6	93.8	-16.9	
Δεκ-23			:	:	47.0	:	-15.1	

\*Οι τιμές στις διάφορες περιόδους προκύπτουν ως μηνιαία αθροίσματα.  
Δεν αποτελούν, δηλαδή, μέσους όρους αυτών των περιόδων.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης (συνέχεια)									
Χρονική Περίοδος	Ανεργία	Εμπορικό Ισοζύγιο		Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		Προσφορά χρήματος Μ3	
	%	SA-δις. €*	NSA-δις. €*	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή	
2019	7.6	208.2	210.1	-0.7	-0.7	2.4	2.4	5.0	
2020	7.9	218.1	224.3	-7.7	-7.7	-0.7	-0.7	9.0	
2021	7.7	97.7	104.8	8.9	8.9	5.0	5.0	9.0	
2022	6.8	-340.8	-330.1	2.3	2.3	0.7	0.7	5.8	
2021	Q1	8.3	63.0	54.0	1.3	5.0	-1.7	2.3	11.7
	Q2	8.0	36.7	41.0	-0.3	23.6	4.0	11.8	8.9
	Q3	7.5	23.4	25.2	0.3	6.9	1.2	2.4	8.0
	Q4	7.1	-25.3	-15.4	1.5	2.5	1.0	4.2	7.5
2022	Q1	6.8	-52.2	-60.8	0.0	1.6	-0.2	6.0	6.6
	Q2	6.8	-97.9	-91.8	0.2	2.0	-0.8	1.2	6.2
	Q3	6.8	-128.5	-126.8	2.0	3.3	-0.6	-0.6	6.0
	Q4	6.6	-62.2	-50.8	-0.7	2.1	-1.2	-2.7	4.4
2023	Q1	6.6	-6.8	-11.7	-1.4	0.3	0.0	-2.7	2.5
	Q2	6.5	1.4	5.8	-1.3	-1.1	-0.1	-1.9	1.0
	Q3	6.6	23.3	22.4	-1.2	-4.7	-0.4	-1.8	-1.0
	Q4	:	:	:	:	:	:	:	:
Ιουλ-23	6.5	3.6	6.7	-1.3	-2.2	-0.1	-0.8	-0.4	
Αυγ-23	6.5	11.0	5.9	0.6	-5.3	-0.7	-1.8	-1.3	
Σεπ-23	6.5	8.7	9.8	-1.0	-6.8	-0.1	-2.9	-1.2	
Οκτ-23	6.5	10.9	11.1	-0.7	-6.6	0.1	-1.2	-1.0	
Νοε-23	:	:	:	:	:	:	:	-0.9	
Δεκ-23	:	:	:	:	:	:	:	:	



# ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

## Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

**Λεκκός Ηλίας**  
*Chief Economist*

Lekkosi@piraeusbank.gr  
Τηλ. 210 328 8120

**Πατίκης Βασίλειος**  
*Director*

Patikisv@piraeusbank.gr  
Τηλ. 210 373 9178

**Παπιώτη Λιάνα**  
*Adm. Assistant*

RapiotiE@piraeusbank.gr  
Τηλ. 210 328 8187

### Οικονομική Ανάλυση

**Αρακελιάν Βένη**

Arakelianv@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4492

**Παπακώστας Χρυσοβαλάντης**

Papakostasc@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4491

**Ρότσικα Δημητρία**

RotsikaD@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4494

**Στεφάνου Αικατερίνη**

StefanouA@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4522

### Επενδυτική Στρατηγική

**Αναστασοπούλου Ελένη**

AnastasopoulouEle@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4502

**Γαβαλάς Στέφανος**

Gavalass@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4503

**Δανίκας Άγγελος**

Danikasa@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4515

**Διακουμάκου Ευαγγελία**

DiakoumakouE@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4528



## ΓΝΩΣΤΟΠΟΙΗΣΗ

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφ' εξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από τον συντάκτη του. Το παρόν κείμενο ή μέρος του δεν μπορεί να αναπαραχθεί με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή έγκριση από τον συντάκτη του.

Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπ' όψιν τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προσφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίσματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.

Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές.

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων:

- α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.
- β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
- γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
- δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
- ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της.

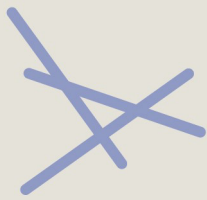
Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

- α) τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- β) εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- γ) η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκπεφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,
- δ) οι τυχόν προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,
- ε) η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.

Η διανομή του παρόντος εντύπου εκτός Ελλάδος ή/και σε πρόσωπα διεπόμενα από αλλοδαπό δίκαιο μπορεί να υπόκειται σε περιορισμούς ή απαγορεύσεις σύμφωνα με την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία, ώστε να διερευνησει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.



Η «Επενδυτική Στρατηγική - 1ο Τρίμηνο 2024» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση  
<http://www.piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>



ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ