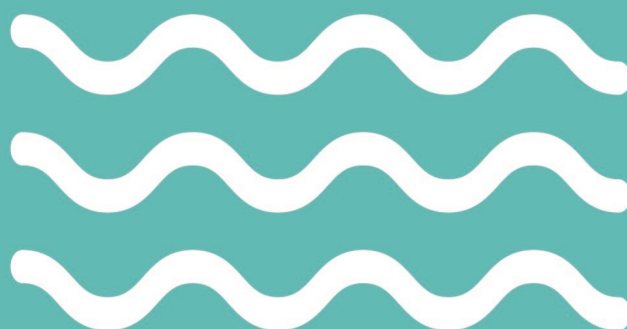


3^ο ΤΡΙΜΗΝΟ 2023



Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ	6
2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ	8
2.1 ΗΠΑ	8
2.2 Ευρωζώνη	10
2.3 Ηνωμένο Βασίλειο	12
2.4 Ιαπωνία	14
2.5 Κίνα	15
2.6 Βραζιλία - Ρωσία - Ινδία	16
3. ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	19
4. ΜΕΤΟΧΕΣ	20
4.1 ΗΠΑ	20
4.2 Ευρωζώνη	23
4.3 Υπόλοιπος Κόσμος	25
5. ΟΜΟΛΟΓΑ	27
5.1 ΗΠΑ Κρατικά	27
5.2 ΗΠΑ Εταιρικά	28
5.3 Ευρωζώνη Κρατικά	30
5.4 Ευρωζώνη Εταιρικά	31
5.5 Αναδυόμενες Αγορές	32
6. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ	34
6.1 Δολάριο ΗΠΑ	34
6.2 EURUSD	35
6.3 USDJPY	36
6.4 EURGBP	36
7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	38
7.1 Πετρέλαιο	39
7.2 Χρυσός	40
8. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	42
9. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ	45



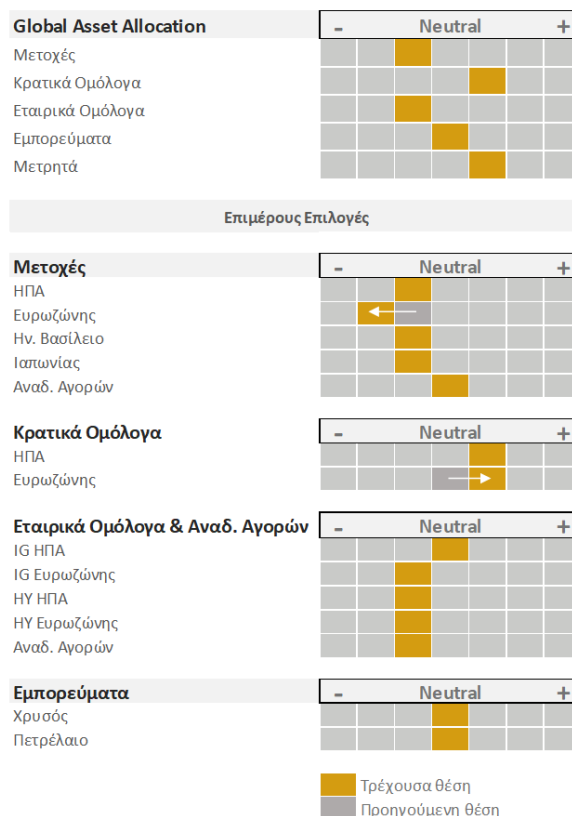
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

Το θετικό επενδυτικό κλίμα συνεχίστηκε και στο Β' τρίμηνο του έτους. Τόσο στις ΗΠΑ, αλλά κυρίως στην Ευρωζώνη, τα μακροοικονομικά στοιχεία, δείχνουν μια αυξημένη πιθανότητα επιβράδυνσης ενώ οι κεντρικές τράπεζες (Fed και ΕΚΤ) διατηρούν περιοριστική νομισματική πολιτική. Κατά συνέπεια:

Διατηρούμε τον αμυντικό προσανατολισμό μας στις μετοχές, κυρίως λόγω αποτιμήσεων, αν και το ενδεχόμενο της ύφεσης απομακρύνεται. Στις ΗΠΑ, Ην. Βασίλειο και Ιαπωνία, διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη, ενώ υποβαθμίζουμε την άποψη μας για την Ευρωζώνη σε αρνητική. Στις Αναδυόμενες Αγορές η άποψή μας παραμένει ουδέτερη.

Στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ η άποψή μας παραμένει ήπια θετική ενώ στην Ευρωζώνη αναβαθμίζεται σε ήπια θετική. **Στα εταιρικά ομόλογα η άποψή μας παραμένει ουδέτερη** για τα Επενδυτικής Διαβάθμισης (IG) των ΗΠΑ και για τα υπόλοιπα παραμένει ήπια αρνητική.

Στα εμπορεύματα συνολικά, η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική, παραμένει όμως ουδέτερη, τόσο για τον χρυσό όσο και για το πετρέλαιο.





01

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Το θετικό επενδυτικό κλίμα συνεχίστηκε και στο Β' τρίμηνο του έτους αλλά με διαφορετικά βασικά χαρακτηριστικά από το προηγούμενο. Κατά το Α' τρίμηνο παρατηρήσαμε μια ταυτόχρονη ανοδική κίνηση των ριψοκίνδυνων αξιών και ασφαλών καταφυγίων, (μετοχών και ομολόγων) λόγω των προσδοκιών για μια επικείμενη αλλαγή της στάσης της νομισματικής πολιτικής (αρχικά στις ΗΠΑ). Η κίνηση αυτή, όπως έχουμε αναφέρει, υποδήλωνε προσδοκίες για μια σχετικά γρήγορη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, παράλληλα, με μια σχετικά αισιόδοξη προεξόφληση των προοπτικών της ανάπτυξης και ενισχύθηκε ύστερα από την τραπεζική κρίση η οποία οδήγησε τη Fed στο να σηματοδοτήσει μια παύση της ανόδου των επιτοκίων αλλά και να αυξήσει εκ νέου τον ισολογισμό της. Τα οικονομικά στοιχεία συνεχίζουν να ανακοινώνονται θετικά (αναθεώρηση του ΑΕΠ Α' τριμήνου στο 2% από 1,3%) η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού παραμένει σταδιακή - με αυξημένη όμως την πιθανότητα μιας πιο γρήγορης αποκλιμάκωσης σύμφωνα με τα στοιχεία του Ιουνίου- και η τραπεζική κρίση δεν δείχνει να έχει συνέχεια. Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ συνέχισαν την ανοδική τους τροχιά καθώς η Fed επέστρεψε στην προ τραπεζικής κρίσης στάση της σηματοδοτώντας την διατήρηση της ανόδου των επιτοκίων ενώ παράλληλα ο ισολογισμός της έχει αποκλιμακωθεί και βρίσκεται κάτω από τα προ της τραπεζικής κρίσης επίπεδα.

Η επιδείνωση αυτή των συνθηκών, της δολαριακής κυρίως, ρευστότητας δεν έχει επηρεάσει τις αγορές κατά τον αναμενόμενο τρόπο. Πέρα από τις πιέσεις στις τιμές των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ και μια μικρή υποχώρηση της τιμής του χρυσού, οι αμερικανικοί χρηματιστηριακοί δείκτες, κυρίως οι μετοχές τεχνολογίας και γενικότερα οι growth κλάδοι δείχνουν να μην επηρεάζονται από το ενδεχόμενο της πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής όπως έδειχναν να επηρεάζονται πριν από την τραπεζική κρίση. Βέβαια το γεγονός του ότι το ενδεχόμενο της ύφεσης όλο και απομακρύνεται αποτελεί υποστηρικτικό παράγοντα αλλά πιο σημαντικός λόγος της συμπεριφοράς αυτής, είναι πιθανόν η ανάδυση του παράγοντα «Τεχνητή Νοημοσύνη» (TN) ως σημείο εστίασης των αγορών. Η ανακοίνωση των αποτελεσμάτων της NVIDIA και η σημαντική θετική έκπληξη που ακολούθησε είχαν σαν αποτέλεσμα την γρήγορη προεξόφληση του θετικού αντίκτυπου της τεχνολογίας αυτής, κυρίως στις μετοχές τεχνολογίας αλλά και στις υπόλοιπες μετοχές του S&P500 (ανάλογα ίσως με τις προσδοκίες για την ταχύτητα υιοθέτησης της τεχνολογίας αυτής για κάθε κλάδο/εταιρεία ξεχωριστά).

Πέρα από την προφανή δυναμική της αγοράς **είναι δύσκολο να εκτιμηθεί η επίδραση της TN στην μελλοντική κερδοφορία των εταιρειών.** Μελέτη γνωστής αμερικανικής τράπεζας υπολογίζει ότι η δίκαιη τιμή του S&P500 θα ήταν λογικό να αυξηθεί κατά 9% ύστερα από την προεξόφληση των θετικών αυτών παραγόντων (στις 4670 μονάδες). Στα επίπεδα αυτά (χωρίς μεταβολές για την εκτιμώμενη για το 2023 κερδοφορία) ο λόγος τιμής προς κέρδη του S&P500 θα ανέλθει στο 21x. Όπως έχουμε αναφέρει στο παρελθόν, το μακροοικονομικό περιβάλλον συνεχίζει να συνηγορεί σε λόγο τιμής προς κέρδη για τον S&P500 ανάμεσα στο 15,5x (μέσος όρος 1955-1997, περίοδο όπου η Fed δεν παρέμβαινε ενεργά για να στηρίξει τις αγορές) και στον μέσο όρο της προηγούμενης 25ετίας (19x) κατά την οποία ο πτωτικός πληθωρισμός μπορούσε να υποστηρίξει ένα περιβάλλον υψηλής ρευστότητας. Παράλληλα, οι πρόδομοι δείκτες που ακολουθούμε



δείχνουν τώρα μια αναμενομένη μείωση της κερδοφορίας πάνω από 10% για τον επόμενο χρόνο. **Οπότε, συνολικά, τα μετρήσιμα θεμελιώδη στοιχεία για τις μετοχές των ΗΠΑ παραμένουν αρκετά αρνητικά.**

Εδώ θα πρέπει να σημειώσουμε ότι μια ευρεία υιοθέτηση της τεχνολογίας της ΤΝ θα μπορούσε πράγματι να ανεβάσει την παραγωγικότητα της οικονομίας των ΗΠΑ και τελικά και την κερδοφορία των επιχειρήσεων έτσι ώστε να δικαιολογούν εν μέρει τα παρόντα επίπεδα τιμών. Θα πρέπει να σημειώσουμε όμως ότι η παραγωγικότητα της εργασίας στις ΗΠΑ βρίσκεται αυτή την στιγμή στο -0,8% αρκετά κάτω από τον μακροχρόνιο μέσο όρο του 1,8% αλλά και από τον μέσο όρο της τριετίας 1997-2000 όπου η παρατηρούμενη άνοδος της παραγωγικότητας (στο 4% τελικά) έδωσε καύσιμο στην τεχνολογική φούσκα της εποχής. **Η απόσταση της παραγωγικότητας που πρέπει να διανυθεί είναι αρκετά μεγάλη αλλά η αγορά και οι αναλυτές εμφανίζονται να ενσωματώνουν γρήγορα το σενάριο αυτό, γεγονός που δεν μπορούμε να αγνοήσουμε.** Έτσι, συνδυάζοντας την δυναμική των αγορών και μελέτες σχετικά με την επίδραση της ΤΝ στις μετοχικές αξίες ανεβάζουμε κατά 9% τόσο αυτό που θεωρούμε δίκαιο για τον δείκτη S&P500 (στο 3815) όσο και τα επίπεδα όπου αναμέναμε σημαντική τεχνική στήριξη (στις 4050 μονάδες) και αποτελεί πιθανό σημείο αύξησης θέσεων.

Στο πλαίσιο αυτό, διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη μας για τα μετοχικές αγορές. Παράλληλα θεωρούμε ότι οι εταιρίες τεχνολογίας (και γενικότερα οι growth κλάδοι) έχουν υπεραποδώσει σημαντικά και πλέον θεωρούμε ότι οι αποτιμήσεις τους, σε σχέση με τις value εταιρείες, έχουν προεξοφλήσει μια σημαντική πιθανότητα ύφεσης. Υποβαθμίζουμε τον κλάδο της τεχνολογίας και προτείνουμε μια πιο ισορροπημένη κλαδική έκθεση στις μετοχικές αγορές.

Η οικονομία της Ευρωζώνης έχει αρχίσει γρήγορα να εκπλήσσει αρνητικά ενώ παράλληλα η ΕΚΤ διατηρεί την περιοριστική της ρητορική και οι ρυθμοί πιστωτικής επέκτασης συρρικνώνονται γρήγορα. Στο πλαίσιο αυτό θεωρούμε τις εκτιμήσεις κερδοφορίας για τον SXXE και ιδίως του DAX υπερβολικά υψηλές. **Υποβαθμίζουμε την άποψη μας για τις ευρωπαϊκές μετοχές σε αρνητική. Οι μετοχές της Κίνας και γενικότερα των αναδυομένων αγορών διαπραγματεύονται σε ελκυστικές αποτιμήσεις, έχοντας προεξοφλήσει ήδη ένα αρκετά δυσμενές σενάριο για την παγκόσμια οικονομία ενώ παράλληλα οι κεντρικές τράπεζες εφαρμόζουν, ή αναμένεται να εφαρμόσουν μια πιο χαλαρή νομισματική πολιτική.** Συνεχίζουμε να προτιμούμε τις αναδυόμενες αγορές έναντι των αναπτυγμένων, καθώς και μια πιθανή σταθεροποίηση των εμπορευμάτων θα αποτελούσε άλλον έναν υποστηρικτικό παράγοντα. Γεωπολιτικές εντάσεις με επίκεντρο την σχέση ΗΠΑ-Κίνας αποτελούν τον βασικό κίνδυνο για τις αγορές αυτές.

Συνεχίζουμε να διατηρούμε την ήπια θετική άποψη μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ αλλά δεδομένης της αργής επιδείνωσης της αγοράς εργασίας, όποια αποκλιμάκωση των αποδόσεων θα είναι σταδιακή και ευμετάβλητη. Στην Ευρωζώνη, αρχίζουμε να εκτιμούμε ότι το βάρος των πιθανοτήτων, μεταξύ χαμηλότερης ανάπτυξης και επίμονα υψηλού πληθωρισμού, αρχίζει πλέον να ευνοεί την προεξόφληση μιας πιο αδύνατης ανάπτυξης. Παράλληλα παρατηρούμε και τεχνικά σημάδια εξασθένησης της ανοδικής κίνησης των ευρωπαϊκών αποδόσεων. **Αναβαθμίζουμε την άποψη μας για τα κρατικά ομόλογά του πυρήνα σε ήπια θετική.**



02

ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Οι Κεντρικές Τράπεζες των αναπτυγμένων αγορών συνέχισαν να αυξάνουν τα επιτόκια το Β' τρίμηνο του έτους για να αντιμετωπίσουν τις επίμονες πληθωριστικές πιέσεις. Η Fed προχώρησε σε μία αύξηση των επιτοκίων κατά 25 μβ ενώ η ΕΚΤ προχώρησε σε δύο αυξήσεις κατά 25 μβ, καθώς ο δομικός πληθωρισμός, παρότι εμφανίζει ενδείξεις μετριασμού του, παραμένει ισχυρός. Η οικονομία των ΗΠΑ συνεχίζει να επιδεικνύει μεγάλη ανθεκτικότητα, ωστόσο η αναπόφευκτη μείωση της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών από την αύξηση του κόστους χρήματος και του πληθωρισμού αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά τον ρυθμό ανάπτυξης κατά τους προσεχείς μήνες. Στην Ευρωζώνη, η οικονομική δραστηριότητα μειώθηκε οριακά το Α' τρίμηνο, εξέλιξη ιδιαίτερα ενθαρρυντική σε σχέση με ότι προβλεπόταν μόνο λίγους μήνες πριν, αλλά το τελευταίο διάστημα οι αρνητικές μακροοικονομικές εκπλήξεις έχουν αυξηθεί σημαντικά και τα τρέχοντα στοιχεία προϊδεάζουν για οριακή ανάπτυξη ή και ύφεση. Συνεπώς, ο ρυθμός ανάπτυξης κατά τα επόμενα τρίμηνα στις ΗΠΑ και την Ευρωζώνη αναμένεται χαμηλός ή και οριακά αρνητικός. Οι επενδυτές εκτιμούν ότι η Fed βρίσκεται κοντά στο τέλος σύσφιξης της νομισματικής της πολιτικής. Στην Ευρωζώνη, ο επίμονα υψηλός δομικός πληθωρισμός, εντείνει τις πιέσεις προς την ΕΚΤ να φανεί πιο αποφασιστική στην αύξηση των επιτοκίων, έτσι παραμένει μια πιθανότητα υπερβολής από την πλευρά της με τους επενδυτές να έχουν προεξοφλήσει ήδη δύο ακόμα αυξήσεις επιτοκίων έως το τέλος του έτους.

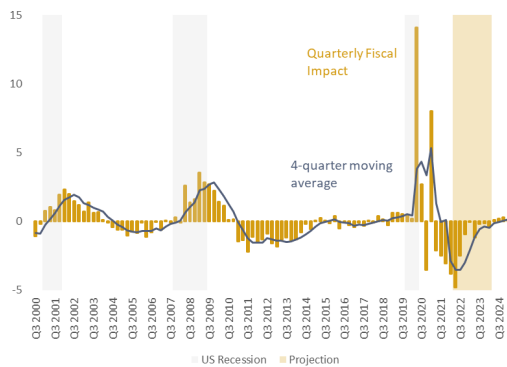
2.1 ΗΠΑ

- Οι βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες στις ΗΠΑ συνεχίζουν να εμφανίζουν μεικτή εικόνα, με τις μακροοικονομικές εκπλήξεις να είναι έντονα θετικές από τα μέσα Μαΐου και με την πιθανότητα άμεσης ύφεσης να μειώνεται. Ο ρυθμός ανάπτυξης του Α' τριμήνου αναθεωρήθηκε ανοδικά στο 2% από 1,3% σε ετησιοποιημένη βάση, οι λιανικές πωλήσεις ενισχύθηκαν το τελευταίο δίμηνο μετά από δύο μήνες συνεχόμενης υποχώρησης ενώ παράλληλα τα πιο πρόσφατα στοιχεία για την καταναλωτική εμπιστοσύνη (Conference Board & University of Michigan) εξέπληξαν θετικά καθώς οι συνθήκες στην αγορά εργασίας παραμένουν ιδιαίτερα καλές και η αγορά κατοικίας παρουσιάζει σημάδια ανάκαμψης, παρά την σημαντική αύξηση των επιτοκίων καθώς το ποσοστό των στεγαστικών δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο παραμένει πολύ χαμηλό στις ΗΠΑ (κάτω του 5%). Ωστόσο, αν και η αμερικανική οικονομία παρουσίασε λίγο μεγαλύτερη δυναμική από την αναμενόμενη στα μέσα του έτους, αυξάνονται τα σημάδια που δείχνουν συνθήκες επιβράδυνσης μετά το καλοκαίρι.
- Όσον αφορά την ανάπτυξη, οι ενδείξεις που δείχνουν ότι μια ύφεση στην οικονομία των ΗΠΑ είναι πιθανή στο δεύτερο μισό του έτους, έχουν μετατοπιστεί χρονικά προς το τέλος του έτους και την αρχή του 2024, αλλά η πιθανότητα αυτής παραμένει υψηλή σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας. Οι καμπύλες των επιτοκίων παραμένουν αντεστραμμένες με την διαφορά των αποδόσεων της αμερικανικής 10ετίας με την 2ετία να υποχωρεί στα επίπεδα που βρέθηκε τον Μάρτιο (πριν την κατάρ-

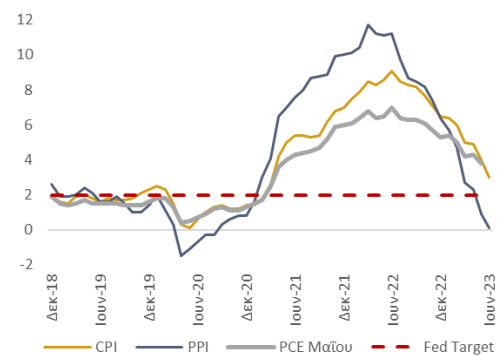
ρευση της Silicon Valley Bank), στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1981. Οι πρόδρομοι δείκτες για την μεταποίηση και τις νέες παραγγελίες όπως και ο σύνθετος δείκτης του Conference Board συνεχίζουν να προβληματίζουν, με τον δείκτη μεταποίησης ISM να υποχωρεί για όγδοο συνεχόμενο μήνα και να διαμορφώνεται στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 3 ετών. Άλλες ενδείξεις που συνηγορούν σε χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης είναι οι αυστηρότερες συνθήκες δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (Senior Loan Officer Opinion Survey), η συνεχιζόμενη επιβράδυνση της προσφοράς χρήματος M2 ενώ αρνητικά αναμένεται να επηρεάσουν τον ρυθμό ανάπτυξης και οι δημοσιονομικές προσαρμογές/επιπτώσεις (Διάγραμμα 1).

- Οι καταναλωτικές δαπάνες και πιο συγκεκριμένα αυτές που αφορούν στις υπηρεσίες παραμένουν υψηλές ειδικά στους κλάδους της αναψυχής και της φιλοξενίας που συνεχίζουν να επωφελούνται από την αναβαλλόμενη ζήτηση (pend-up demand). Τα στοιχεία όμως που αφορούν στην βιομηχανική παραγωγή (εξαιρουμένων των αυτοκινήτων) υποδηλώνουν επικείμενη συρρίκνωση καθώς η ζήτηση αγαθών συνεχίζει να μειώνεται ενώ και η σταδιακή υποχώρηση στις αποταμιεύσεις που δημιουργήθηκαν κατά την περίοδο της πανδημίας, αναμένεται να επηρεάσει τις καταναλωτικές δαπάνες στο σύνολό τους.
- Η αγορά εργασίας, αν και παραμένει ισχυρή καθώς το ποσοστό ανεργίας διαμορφώνεται στο χαμηλότερο επίπεδο πολλών δεκαετιών και οι κενές θέσεις ανά άνεργο διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα, δείχνει κάποια πρώτα σημάδια αποδυνάμωσης. Η επιβράδυνση στον αριθμό των νέων προσλήψεων σε συνδυασμό με την αύξηση της συμμετοχής του εργατικού δυναμικού που έχει αρχίσει να διαφαίνεται θα οδηγήσει πιθανότατα σε μια αποδυνάμωση της αγοράς εργασίας, σε μικρότερες αυξήσεις μισθών και εν τέλει σε μειωμένη κατανάλωση.

1 | ΗΠΑ: Δημοσιονομική Επίπτωση στο ΑΕΠ



2 | ΗΠΑ: Εξέλιξη Πληθωρισμού



Πηγή: Brookings, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ συνέχισε να αποκλιμακώνεται τον Μάιο/Ιούνιο, με τις αυξήσεις των τιμών για δαπάνες κατοικίας (κυρίως ενοίκια) να παραμένουν ο μεγαλύτερος παράγοντας στη μηνιαία αύξηση. Ο συνολικός πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή επιβραδύνθηκε τον Ιούνιο στο 3,0%, κυρίως λόγω της εξέλιξης στις τιμές της ενέργειας και των τροφίμων και διαμορφώθηκε στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Μάρτιο του 2021 και ο πληθωρισμός βάσει της προσωπικής κατανάλωσης υποχώρησε στο 3,8% τον Μάιο. Ταυτόχρονα, ο δομικός επιβραδύνθηκε στο 4,8% (core CPI) και 4,6% (core PCE) για τους αντίστοιχους μήνες, τιμές ωστόσο συγκριτικά υψηλές. Περισσότερο ενθαρρυντικά είναι τα στοιχεία από τους δείκτες τιμών παραγωγού που υποχώρησαν περισσότερο των εκτιμήσεων τον Ιούνιο στο 0,1% και 2,4%. (Διάγραμμα 2). Σύμφωνα με τα τελικά στοιχεία από την έρευνα του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν για τον Ιούνιο οι εκτιμήσεις του πληθω-



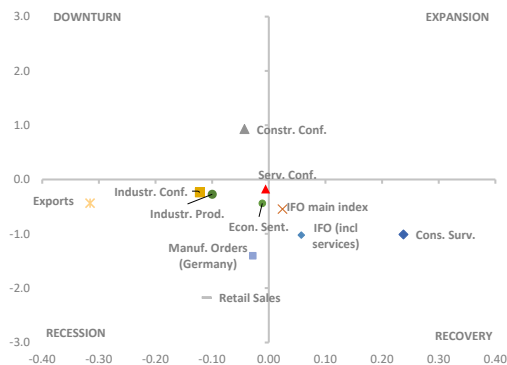
ρισμού για το επόμενο έτος τοποθετούνται στο 3,3%, ενώ σύμφωνα με έρευνα της NY Fed η εκτίμηση είναι υψηλότερη στο 4,1% και σύμφωνα με τις προβλέψεις της ίδιας της Fed, ο πληθωρισμός (βάσει του δείκτη PCE) θα παραμείνει άνω του στόχου του 2% έως το 2025.

- Τέλος, όσον αφορά την αγορά κατοικίας, βελτιωμένα είναι τα πιο πρόσφατα στοιχεία. Ο δείκτης προσδοκιών που καταρτίζει η Ένωση Κατασκευαστών Κατοικιών (NAHB) ενισχύθηκε για έκτο συνεχόμενο μήνα τον Ιούνιο ενώ θετική εικόνα εμφανίζουν οι εκδόσεις νέων οικοδομικών αδειών, οι ενάρξεις ανέγερσης νέων κατοικιών και οι πωλήσεις νέων κατοικιών.
- Η Fed προχώρησε σε αύξηση των βασικών επιτοκίων της κατά 25 μβ τον Μάιο (όσο και τον Μάρτιο) αλλά αποφάσισε ομόφωνα να διατηρήσει τον Ιούνιο το βασικό της επιτόκιο στο εύρος 5,00%-5,25%. Η ομοσπονδιακή τράπεζα τόνισε ότι πριν προχωρήσει σε νέα αύξηση θα συνυπολογίσει τη χρονική υστέρηση με την οποία οι αυξήσεις των επιτοκίων επιδρούν στην οικονομική δραστηριότητα, τον πληθωρισμό, τις οικονομικές και χρηματοοικονομικές εξελίξεις. Ωστόσο, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των μελών της είναι πιθανές εντός του 2023 ακόμη δύο αυξήσεις επιτοκίου συνολικού ύψους 50 μβ.

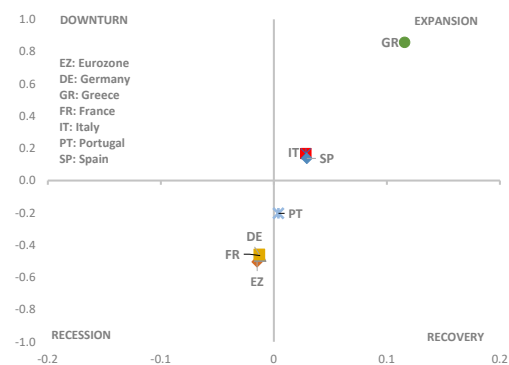
2.2 Ευρωζώνη

- Το Γ' τρίμηνο του 2023 βρίσκει την Ευρωζώνη σε ένα μικτό κλίμα, τόσο στο κομμάτι των μακροοικονομικών εξελίξεων, όσο στο κοινωνικό. Ο πληθωρισμός αποτελεί καθημερινό πρόβλημα των νοικοκυριών καθώς οι τιμές των τροφίμων βρίσκονται σε μια ανοδική πορεία, το αυξημένο κόστος δανεισμού από τις συνεχείς αυξήσεις των επιτοκίων προβληματίζουν νοικοκυριά και επιχειρήσεις, και ταυτόχρονα τα περιθώρια κέρδους των επιχειρήσεων είναι σε πολύ υψηλά επίπεδα, ενώ η αγορά εργασίας επιδεικνύει μια χωρίς προηγούμενο ευρωστία. Από την άλλη, ο συνεχιζόμενος πόλεμος στην Ουκρανία προτεραιοποιεί την ενεργειακή ανεξαρτησία με αποτέλεσμα τα κρατικά έξοδα να πηγαίνουν προς αυτή την κατεύθυνση εις βάρος του κοινωνικού κράτους.
- Οι ανοδικές πιέσεις στις τιμές παραμένουν ισχυρές. Ο μετρούμενος πληθωρισμός υποχώρησε από την κορύφωσή του τον Οκτώβριο και διαμορφώθηκε στο 5,5 % τον Ιούνιο. Ο πληθωρισμός χωρίς την ενέργεια και τα τρόφιμα αυξήθηκε οριακά στο 5,4% τον Ιούνιο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα. Οι ανοδικές πιέσεις εξακολουθούν να προέρχονται από τη μετακύλιση των προηγούμενων αυξήσεων του ενεργειακού κόστους και των σημείων συμφόρησης στην προσφορά, τα οποία ωστόσο αναμένεται να εξασθενήσουν σταδιακά. Ο πληθωρισμός των τιμών των τροφίμων που αποτελεί

1 | ΕΖ: Φάσεις μεταποιητικών δεικτών



2 | ΕΖ: Φάσεις οικονομικού κύκλου



Πηγή: Datastream, Eurostat, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική.

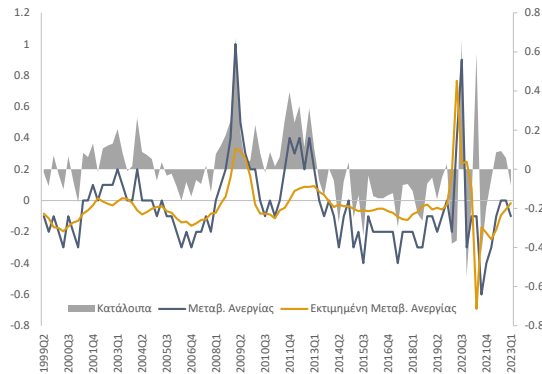


καθημερινό πρόβλημα για τους καταναλωτές, μειώθηκε από το 15% τον Απρίλιο στο 13,7% τον Μάιο. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο επίμονος πληθωρισμός οδήγησε την ΕΚΤ σε αναπροσαρμογή των προβλέψεών της προς τα πάνω, και συγκεκριμένα στο 5,1% το 2023, προτού υποχωρήσει στο 3,0% το 2024 και στο 2,3% το 2025.

- Οι μεταποιητικοί δείκτες στην πλειονότητα τους βρίσκονται στην φάση της ύφεσης κινούμενοι από την φάση της ανάκαμψης (Διάγραμμα 1). Επίσης, με βάση τον Δείκτη Οικονομικού Κλίματος προκύπτει ότι η Ευρωζώνη και οι δύο μεγάλες οικονομίες της, Γερμανία και Γαλλία, βρίσκονται στην φάση της ύφεσης. Το γεγονός αυτό επιβεβαιώνεται και από τα στοιχεία του ΑΕΠ, που έδειξαν ότι η οικονομία συρρικνώθηκε κατά 0,1% το Α' τρίμηνο του 2023. Η αναθεώρηση προς τα κάτω οφειλόταν σε σημαντικές υποβαθμίσεις του ΑΕΠ για τη Γερμανία και την Ιρλανδία. Η μεγαλύτερη οικονομία της Ευρώπης είδε το ΑΕΠ της να συρρικνώνεται το Α' τρίμηνο κατά 0,3% (αντί για στασιμότητα στην πρώτη εκτίμηση). Συνοψολογίζοντας όλα τα στοιχεία, η ΕΚΤ προχώρησε σε αναθεώρηση προς τα κάτω των προβλέψεών της για οικονομική ανάπτυξη σε 0,9% το 2023, 1,5% το 2024 και 1,6% το 2025. Η πιθανότητα ύφεσης ανέβηκε ελαφρά στο 42.5% (Ιούνιος 2023) από το 40% τον Μάιο που ήταν το χαμηλότερο των 11 προηγούμενων μηνών.
- Το ποσοστό ανεργίας παραμένει αμετάβλητο στο 6,5% τον Ιούνιο. Και όπως τις περισσότερες φορές, εξακολουθούν να υπάρχουν σημαντικές διαφορές στις συνθήκες της αγοράς εργασίας μεταξύ των χωρών του πυρήνα και της περιφέρειας. Η Ισπανία (12,7%) και η Ελλάδα (10,8%) είναι οι οικονομίες με τα υψηλότερα ποσοστά ανεργίας. Στην άλλη άκρη του φάσματος, η Μάλτα (2,8%) και η Γερμανία (2,9%) έχουν τα χαμηλότερα ποσοστά ανεργίας. Αναλύοντας την εξέλιξη της μεταβολής της ανεργίας και του ρυθμού της οικονομικής ανάπτυξης, θα περιμέναμε ότι η επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης κατά το τελευταίο έτος θα είχε κάπως μειωμένη αύξηση της απασχόλησης, βασιζόμενοι στον «νόμο του Okun». Παρόλα αυτά, δεν βλέπουμε κάτι τέτοιο, αλλά το αντίθετο (Διάγραμμα 3). Αυτή η αποσύνδεση αντανακλά εν μέρει την αυξημένη συσσώρευση εργατικού δυναμικού από τις επιχειρήσεις σε ένα πλαίσιο ελλείψεων εργατικού δυναμικού.
- Η ΕΚΤ προχώρησε σε δύο αυξήσεις των παρεμβατικών επιτοκίων κατά 25 μβ εκάστη με την τελευταία να είναι σε ισχύ από την 21η Ιουνίου 2023. Συγκεκριμένα το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώνεται στο 4%, τα επιτόκια της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 4,25%, και το επιτόκιο της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 3,5%. Το χαρτοφυλάκιο APP μειώνεται με προβλέψιμο ρυθμό, καθώς το Ευρωσύστημα δεν επανεπενδύει όλες τις πληρωμές κεφαλαίου από τίτλους που λήγουν. Η μείωση θα ανέλθει στα 15 δις. Ευρώ ανά μήνα κατά μέσο όρο έως τα τέλη Ιουνίου 2023 και θα διακόψει τις επανεπενδύσεις στο πλαίσιο του APP από τον Ιούλιο του 2023.
- Αυτά τα υψηλότερα επιτόκια δανεισμού, σε συνδυασμό με τις αυστηρότερες συνθήκες προσφοράς πιστώσεων και τη χαμηλότερη ζήτηση δανείων, έχουν αποδυναμώσει περαιτέρω τη δυναμική των πιστώσεων (Διάγραμμα 4). Ο λόγος της μεταβολής των πιστώσεων στο σύνολο της Ευρωζώνης προς το ΑΕΠ μειώθηκε περαιτέρω στο - 6.81%. Οι αυστηρότεροι όροι χρηματοδότησης αυξάνουν το κόστος χρηματοδότησης των τραπεζών και τον πιστωτικό κίνδυνο των ανεξόφλητων δανείων, παράγοντες που θα μπορούσαν να προκαλέσουν συστημικό στρες και να καταπιέσουν την οικονομική ανάπτυξη. Στην επιβάρυνση της ανθεκτικότητας του χρηματοπιστωτικού τομέα μπορεί να συμβάλει μια ενδεχόμενη ύφεση στην αγορά των ακινήτων, αφού ο δείκτης κατέγραψε μια ελαφρά υποχώρηση.

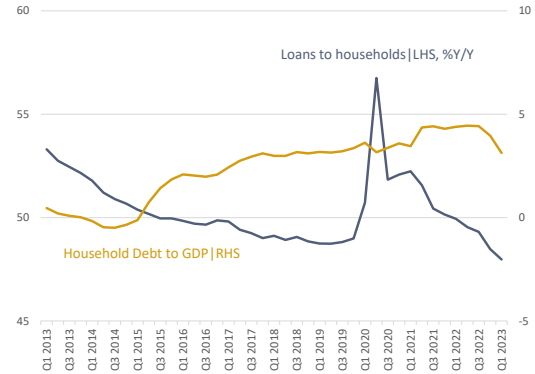


3 | ΕΖ: Σχέση μεταβ. ανεργίας— Οικ. Ανάπτ.



Πηγή: Datastream, Eurostat, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική.

4 | ΕΖ: Χρηματοδότηση Νοικοκυριών



2.3 Ηνωμένο Βασίλειο

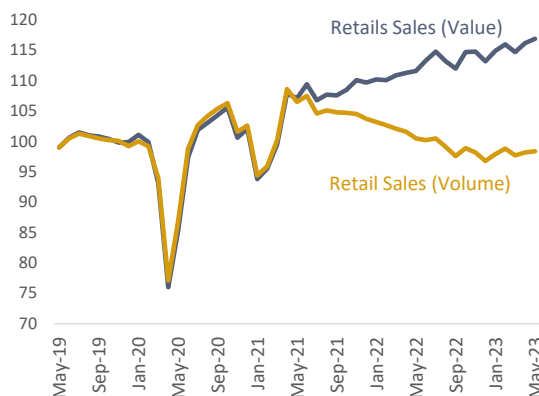
- Το Ηνωμένο Βασίλειο σημείωσε οριακή αύξηση του ΑΕΠ 0,2% το Β' τρίμηνο του 2023, αποφεύγοντας την ύφεση για μία ακόμα φορά. Η αύξηση αυτή μπορεί να αποδοθεί στην αύξηση της εγχώριας κατανάλωσης και στην ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων μετά από μια περίοδο αβεβαιότητας που προκλήθηκε από το Brexit, που ήταν αναμενόμενη, δεδομένου ότι η αύξηση των καταναλωτικών δαπανών και των επενδύσεων οδηγεί σε αύξηση της συνολικής ζήτησης, τονώνοντας την οικονομική ανάπτυξη. Η ανάκαμψη των επιχειρηματικών επενδύσεων είναι ιδιαίτερα σημαντική καθώς υποδηλώνει βελτιωμένη επιχειρηματική εμπιστοσύνη και προσδοκίες για μελλοντική κερδοφορία.
- Ο **πληθωρισμός παρέμεινε στο 8,7% τον Μάιο**, οδηγώντας σε νέα αναταραχή στοιχημάτων για υψηλότερα επιτόκια, με τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις να αγωνίζονται να ανταπεξέλθουν στο αυξανόμενο κόστος δανεισμού. Ο **βασικός πληθωρισμός, επιταχύνθηκε απροσδόκητα στο 7,1%** από 6,8%. Καθώς το κόστος ζωής συνεχίζει να αυξάνεται, περίπου τα δύο τρίτα των ενηλίκων στο ΗΒ ξοδεύουν λιγότερα σε μη απαραίτητα. Ο σταθερά υψηλός πληθωρισμός στο ΗΒ σε σχέση με την Ευρωζώνη και τις ΗΠΑ, οφείλεται κυρίως σε δύο σοκ που δέχτηκε η οικονομία, και ήταν ασύγκριτα χειρότερα από οπουδήποτε αλλού: το ενεργειακό σοκ (όπως η Ευρωζώνη) και ελλείψεις εργατικού δυναμικού (ακόμα χειρότερο από τις ΗΠΑ). Ομολογουμένως, η ανοδική επίδραση του σοκ της παροχής ενέργειας εξασθενεί, γεγονός που αποτυπώθηκε στο Business Insights and Conditions Survey (BICS). Αλλά η πιο σφιχτή αγορά εργασίας θα σημαίνει πιθανώς ότι ο βασικός πληθωρισμός στο ΗΒ θα παραμείνει υψηλότερος από ό,τι στις ΗΠΑ και την Ευρωζώνη μέχρι τα τέλη του 2024.
- Για να αντιμετωπίσει αυτές τις πληθωριστικές πιέσεις, η **Τράπεζα της Αγγλίας** αύξησε τα επιτόκια κατά 25μβ στο 5%, το υψηλότερο επίπεδο στην μετά την χρηματοοικονομική κρίση του 2008, σε μια προσπάθεια να διατηρήσει τη σταθερότητα των τιμών, και δεδομένου των εγγενών προβλημάτων του επίμονου πληθωρισμού, μια περαιτέρω αύξηση μοιάζει πολύ πιθανή, αυξάνοντας ταυτόχρονα το ενδεχόμενο της ύφεσης, η οποία σύμφωνα με έρευνα που διεξάγεται, έχει πιθανότητα 54,5% από 90% που ήταν στην αρχή του έτους.
- Οι όγκοι λιανικών πωλήσεων αυξήθηκαν κατά 0,3% τον Μάιο του 2023, μετά από αύξηση 0,5% τον Απρίλιο του 2023. Οι όγκοι λιανικών πωλήσεων, εκτός των καταστημάτων, αυξήθηκαν κατά 2,7%



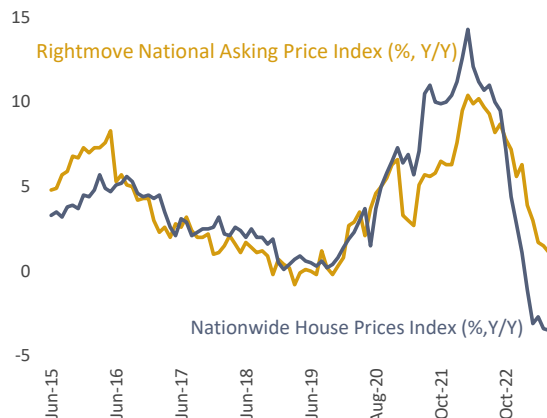
κατά τη διάρκεια του μήνα λόγω των ισχυρών πωλήσεων από διαδικτυακούς λιανοπωλητές που πωλούν προϊόντα που σχετίζονται με εποχικά προϊόντα. Αξίζει όμως να σημειωθεί η απόκλιση μεταξύ του όγκου και τις αξίας των λιανικών πωλήσεων, ως άλλη μια αποτύπωση της αύξησης των τιμών (Διάγραμμα 1).

- Η κυβέρνηση του Η.Β. αύξησε τις δημόσιες δαπάνες για να στηρίξει την οικονομική ανάκαμψη και να επενδύσει σε βασικούς τομείς. Ο δημόσιος τομέας δανείστηκε £20 δις τον Μάιο του 2023, £10,7 δις περισσότερα από τον Μάιο πέρυσι, έχοντας ξοδέψει περισσότερα από όσα εισέπραξε σε φόρους και άλλα έσοδα. Η αύξηση των εσόδων από φόρους και εισοδήματα συνεχίζει να υπερκαλύπτεται από το πρόσθετο κόστος των προγραμμάτων ενεργειακής στήριξης και τις αυξήσεις τόσο στις πληρωμές παροχών όσο και στο κόστος προσωπικού. Το καθαρό χρέος του δημόσιου τομέα στα τέλη Μαΐου 2023 ήταν £2.567,2 δις και αρχικά εκτιμήθηκε στο 100,1% του ετήσιου ακαθάριστου εγχώριου προϊόντος (ΑΕΠ) του Η.Β. Η τελευταία φορά που ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ ήταν πάνω από 100% ήταν ο Μάρτιος του 1961. Κατά τη διάρκεια της πανδημίας του κορωνοϊού, οι πρώτες προσωρινές εκτιμήσεις αρχικά έδειξαν ότι ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ είχε φτάσει σε αυτό το επίπεδο, πριν αναθεωρηθεί προς τα κάτω όταν τα ισχυρότερα στοιχεία για το ΑΕΠ αντικατέστησαν τις αρχικές προβλέψεις. Η αύξηση των δημοσίων δαπανών μπορεί να τονώσει τη συνολική ζήτηση, να δημιουργήσει θέσεις εργασίας και να τονώσει την οικονομική ανάπτυξη. Ωστόσο, οι υπεύθυνοι χάραξης πολιτικής πρέπει να βρουν μια ισορροπία μεταξύ της παροχής της απαραίτητης υποστήριξης και της διασφάλισης της δημοσιονομικής βιωσιμότητας μακροπρόθεσμα.
- Οι τιμές των κατοικιών ήταν σχετικά σταθερές τον Ιούνιο, αλλά η ετήσια ανάπτυξη παραμένει σε αρνητικό έδαφος κατά 3,5% σε σύγκριση με τον Ιούνιο του 2022, και οριακά αυξημένες από τον προηγούμενο μήνα (Διάγραμμα 2). Και αυτά συμβαίνουν μετά από 13 διαδοχικές αυξήσεις επιτοκίων. Η ευρωστία της αγοράς κατοικίας του Η.Β οφείλεται κυρίως στο ότι το 85% των στεγαστικών είναι σταθερού επιτοκίου και μόλις 400.000 να είναι κυμαινόμενου, που θα πρέπει να αναχρηματοδοτούνται κάθε τρίμηνο και στο γεγονός ότι η προσφορά κατοικιών μετά βίας μπορεί να καλύψει τις αυξανόμενες ανάγκες για στέγαση.

1 | ΗΒ: Λιανικές πωλήσεις



2 | ΗΒ: Αγορά κατοικίας



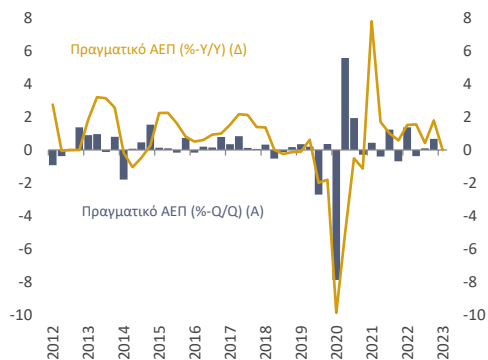
Πηγή: Datastream, ONS, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



2.4 Ιαπωνία

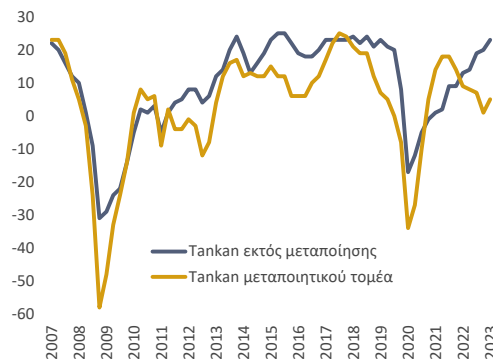
- Αξιοσημείωτη επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης κατέγραψε κατά το Α΄ τρίμηνο του 2023 η ιαπωνική οικονομία. Συγκεκριμένα, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση κατά 0,7% (Δ΄ τρίμηνο 2022: 0,1%), ενώ σε ετήσια κατά 1,9% (Δ΄ τρίμηνο: 0,4%). Η ιδιωτική κατανάλωση αναδείχθηκε ως ο κυριότερος παράγοντας της ανόδου.
- Για το τρέχον τρίμηνο, τα οικονομικά στοιχεία εμφανίζονται γενικά συγκρατημένα υποδηλώνοντας ηπιότερο ρυθμό ανάπτυξης. Παράλληλα, ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε ελαφρά, παραμένοντας ωστόσο, συγκριτικά υψηλός (χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Μάιος 23: 3,2%).
- Για το επόμενο διάστημα, βάσει της εξέλιξης των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών Τάνκαν και PMI, ο ρυθμός ανάπτυξης δεν αναμένεται να διαφοροποιηθεί σημαντικά. Ωστόσο, είναι πιθανή η διεύρυνση της απόκλισης μεταξύ των τομέων της μεταποίησης και των υπηρεσιών, καθώς οι δεύτερες συνεχίζουν να επηρεάζονται θετικά από την κατάργηση των περιοριστικών μέτρων για τον κορωνοϊό στην αρχή του Δ΄ τριμήνου του 2022 και από τα μέτρα τόνωσης της τουριστικής δραστηριότητας που ελήφθησαν έκτοτε. Παράλληλα, ο υψηλός για τα δεδομένα της Ιαπωνίας πληθωρισμός μετριάζει την αγοραστική διάθεση των καταναλωτών, ενώ και η εξωτερική ζήτηση εμφανίζεται όλο και πιο συγκρατημένη λόγω των ανησυχιών για τον ρυθμό ανάπτυξης σημαντικών εμπορικών εταιρών της. Από την άλλη, θετικά επιδρά η συνεχιζόμενη εξομάλυνση στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες και στους καταναλωτές η αισιόδοξη αντίληψη ότι η πανδημία αποτελεί πλέον παρελθόν.

1 | ΙΑΠΩΝΙΑ: Ρυθμός Ανάπτυξης



Πηγή: DataStream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | ΙΑΠΩΝΙΑ: Πρόδρομοι Δείκτες Τάνκαν



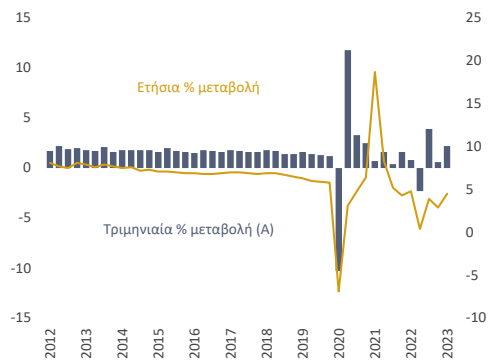
- Συνεπώς, ο ρυθμός ανάπτυξης φέτος, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών, της Τράπεζας της Ιαπωνίας και των αναλυτών στο Bloomberg προβλέπεται στο 0,8%-1,4%. Εκτιμούμε ως πιθανότερο έναν ρυθμό ανάπτυξης ελαφρά άνω του 1% καθώς η ευεργετική ώθηση από την αναβαλλόμενη ζήτηση με την πάροδο του χρόνου εξαντλείται. Για το 2024 εκτιμάται ελαφρά επιβράδυνσή του στο 1% περίπου.
- Η ταχεία σύσφιξη της νομισματικής πολιτικής από τις άλλες μεγάλες κεντρικές τράπεζες (που αυξάνει τον κίνδυνο διολίσθησης του γιεν και τις τιμές των εισαγωγών) και η αλλαγή ηγεσίας στην κεντρική τράπεζα εκτιμάται ότι αυξάνουν την πιθανότητα υιοθέτησης μίας λιγότερο επεκτατικής νομισματικής πολιτικής. Ιδίως, εάν η ταχύτητα αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού δεν είναι η επιθυμητή. Επιπλέον, είναι ήδη υψηλό το ποσοστό των κρατικών ομολόγων που διακρατούνται από

την κεντρική τράπεζα. Από την πλευρά της δημοσιονομικής πολιτικής δεν αναμένεται κατά το επόμενο διάστημα ουσιαστική αλλαγή.

2.5 Κίνα

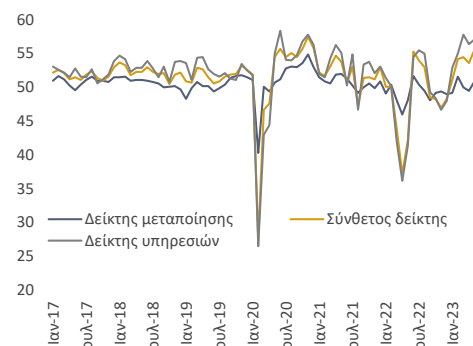
- Σύμφωνα με όλες τις ενδείξεις, κατά το Β' τρίμηνο ο ρυθμός ανάπτυξης επιταχύνθηκε σημαντικά (σε ετήσια βάση, Α' τρίμηνο 23: 4,5%). Ενδεικτικά, κατά το δίμηνο Απριλίου-Μαΐου, οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν σε ετήσια βάση 15,6% (Α' τρίμηνο 23: 5,9%) και η βιομηχανική παραγωγή 4,6% (Α' τρίμηνο 23: 2,9%). Ωστόσο, οι εξαγωγές αυξήθηκαν 0,5% (Α' τρίμηνο 23: 1,0%) και οι εισαγωγές μειώθηκαν 6,2% (Α' τρίμηνο 23: -6,0%), λόγω κυρίως της συγκρατημένης εξωτερικής ζήτησης. Παράλληλα, τους πέντε πρώτους μήνες του 2023, οι πάγιες επενδύσεις ήταν αυξημένες 4% σε ετήσια βάση έναντι ανόδου τους 5,1% το Α' τρίμηνο.
- Συνεπώς, η εγχώρια ζήτηση αποτέλεσε τον κύριο ενισχυτικό παράγοντα της ανάπτυξης κατά το Β' τρίμηνο. Η περίοδος αυτή χαρακτηρίστηκε από την αυξημένη κατανάλωση (ιδίως υπηρεσιών) καθώς η πανδημία βρισκόταν σε αποδρομή (μετά την κορύφωση των κρουσμάτων και των νοσηλείων στα τέλη του περασμένου και στις αρχές του τρέχοντος έτους). Στο πλαίσιο αυτό, στα μέσα Μαρτίου, καταργήθηκαν και οι περιορισμοί που επιβάλλονταν στους ταξιδιώτες από το εξωτερικό ενισχύοντας τον τουριστικό τομέα της χώρας.

1 | ΚΙΝΑ: Ρυθμός Ανάπτυξης



Πηγή: DataStream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | ΚΙΝΑ: Πρόδρομοι Επιχειρηματικοί Δείκτες



- Κατά το τρέχον τρίμηνο, εκτιμάται ότι η ανάκαμψη θα συνεχιστεί, αλλά με συγκρατημένο ρυθμό, καθώς η ώθηση στην οικονομική δραστηριότητα από την αναβαλλόμενη ζήτηση στο εσωτερικό σταδιακά εξαντλείται, η εξωτερική ζήτηση είναι γενικά περιορισμένη (λόγω των ανησυχιών για ύφεση σε πολλές από τις μεγάλες οικονομίες) και οι επενδύσεις σε πάγια στοιχεία δεν φαίνεται να αναπτύσσουν ισχυρή δυναμική. Ενδεικτική είναι η εξέλιξη των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών Caixin PMI που συνεχίζουν να καταδεικνύουν επέκταση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά με ηπιότερο ρυθμό (μεταποίηση: Ιούνιος: 50,5, Μάιος: 50,9, υπηρεσίες: Ιούνιος: 53,9, Μάιος 57,1). Παράλληλα, θετικά θα επιδράσει η μείωση των βασικών επιτοκίων χρηματοδότησης κατά 10 μβ στις οποίες προέβη η κεντρική τράπεζα της χώρας στα μέσα Ιουνίου.
- Η χαλαρή νομισματική πολιτική και οι ευνοϊκές συνθήκες χρηματοδότησης αναμένεται να διατηρηθούν μεσοπρόθεσμα καθώς ο πληθωρισμός παραμένει πολύ χαμηλός (Μάιος: 0,2%, στόχος 2023:



3%). Με τα χαμηλά επιτόκια επιδιώκεται να στηριχθεί η ανάπτυξη και να αυξηθούν οι επενδύσεις, ιδίως στον αγροτικό τομέα (για την εξασφάλιση της επισιτιστικής αυτάρκειας) και τον χώρο της τεχνολογίας/ανανεώσιμων πηγών ενέργειας με την ευρεία έννοια (δεδομένου του γεωστρατηγικού ανταγωνισμού με τις ΗΠΑ). Ωστόσο, το περιθώριο περαιτέρω μείωσης των επιτοκίων εκτιμάται ότι είναι εξαιρετικά περιορισμένο. Παράλληλα, αμετάβλητη αναμένεται να συνεχιστεί η δημοσιονομική πολιτική.

- Συνεπώς, ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να διαμορφωθεί, σύμφωνα με τις προβλέψεις των διεθνών οργανισμών και των αναλυτών του Bloomberg, στο εύρος 5,2-5,6% το 2023 -καθώς είναι η πρώτη χρονιά μετά το 2019 που η οικονομική δραστηριότητα λειτουργεί χωρίς το βάρος των περιορισμών- και στο 4,5%-5,1% το 2024. Ειδικά για φέτος, εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να διαμορφωθεί πλησίον του κάτω εύρους των εκτιμήσεων καθώς αναμένουμε ότι η θετική επίδραση από την αναβαλλόμενη εσωτερική ζήτηση θα είναι πιο συγκρατημένη από ό,τι είχε εκτιμηθεί αρχικά. Υπενθυμίζεται ότι ο κυβερνητικός στόχος για τον ρυθμό ανάπτυξης φέτος είναι «πλησίον του 5%».
- Τέλος, η αναθέρμανση των συνομιλιών με τις ΗΠΑ και η ενδεχόμενη, σε κάποιο βαθμό, άμβλυση των εντάσεων μεταξύ τους αναμφίβολα θα επιδράσει θετικά στην αναπτυξιακή δυναμική. Έστω και εάν δεν αναμένεται σύντομα να επιλυθούν κρίσιμες σημασίας ζητήματα όπως της Ταϊβάν, της στάσης της Κίνας απέναντι στη Ρωσία και ο στρατηγικός ανταγωνισμός των δύο χωρών για την τεχνολογική (και όχι μόνο) πρωτοπορία.

2.6 ΒΡΑΖΙΛΙΑ | ΡΩΣΙΑ | ΙΝΔΙΑ

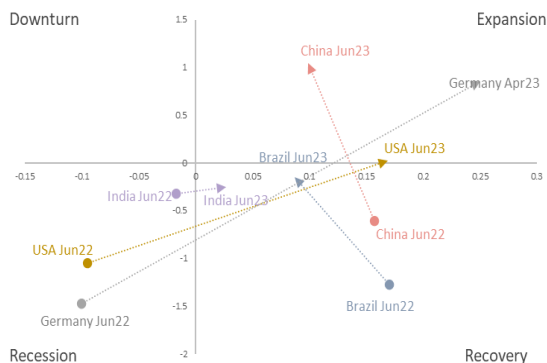
- Το 2023, η οικονομική δραστηριότητα στις κύριες αναδυόμενες αγορές αναμένεται να αναπτυχθεί χαμηλότερα από τις μακροπρόθεσμες τάσεις, εντούτοις η Ινδία και η Βραζιλία εκτιμάται ότι θα διατηρήσουν τη δυναμική τους. Παρόλα αυτά, η περιορισμένη αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ καθώς και η αποκλιμάκωση της αβεβαιότητας στις διεθνείς αγορές οδήγησαν στη μείωση των πληθωριστικών πιέσεων στην πλειοψηφία των αναδυόμενων αγορών, καθώς και επακόλουθα στον τερματισμό της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής (Διάγραμμα 3). Η δραστηριότητα αναμένεται να επιστρέψει σταδιακά στους δυναμικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2024 & 2025. Οι πρόδρομοι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας που κατασκευάζουμε σηματοδοτούν αισιοδοξία με στροφή είτε προς την ανάκαμψη είτε προς την ανάπτυξη (Διάγραμμα 1). Στο σύνολο των αναδυόμενων οικονομιών, αναμένουμε η οικονομική δραστηριότητα να παραμείνει ανθεκτική το τρέχον έτος σε σχέση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες (Διάγραμμα 2).
- **Στη Βραζιλία** το Α' εξάμηνο του έτους η οικονομική δραστηριότητα ξεπέρασε τις δυσμενείς εκτιμήσεις σε σχέση με τις αρχές του έτους, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε το Α' τρίμηνο κατά 4,0% ετησίως από 1,9% το Δ' τρίμηνο του 2022. Το καθαρό εμπόριο, η ισχυρή αγροτική παραγωγή και η δευτερογενής επίπτωση των τελευταίων στην εγχώρια κατανάλωση ήταν οι βασικοί παράγοντες της βελτίωσης της δραστηριότητας, ενώ και η δημόσια δαπάνη κινήθηκαν θετικά το Α' τρίμηνο. Σε τριμηνιαία βάση, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε 1,9% το Α' τρίμηνο του 2023 από συρρίκνωση 0,1% το προηγούμενο, σηματοδοτώντας την ανθεκτικότητα της χώρας σε σύγκριση με τις υπόλοιπες αναδυόμενες οικονομίες αλλά και με το ιστορικά υψηλό επίπεδο του παρεμβατικού επιτοκίου στο 13%. Με τον πληθωρισμό σε αρκετά χαμηλότερα επίπεδα από ό,τι πριν από 12 μήνες, η νομισματική πολιτική είναι πιθανό να χαλαρώσει από τον Αύγουστο, οδηγώντας την οικονομική ανάπτυξη σε υψηλότερα επίπεδα έως το 2026. Στο δημοσιονομικό τομέα, η κυβέρνηση ολοκλήρωσε το νέο δη-



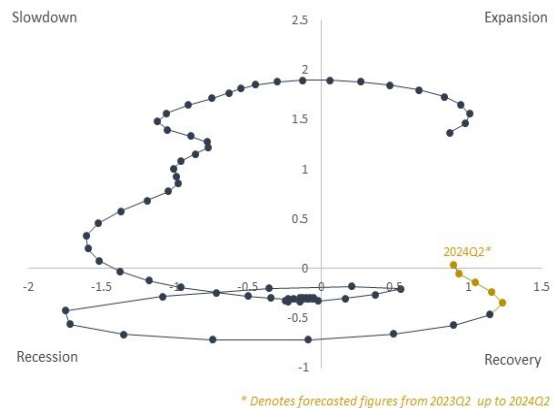
μοσιονομικό κανόνα, ο οποίος εμπεριέχει νομοσχέδιο που θα αφορά τη μεταρρύθμιση των φόρων κατανάλωσης και την αύξηση των περιορισμών στις δημόσιες δαπάνες. Στόχος είναι το νέο δημοσιονομικό πλαίσιο να είναι προκυκλικό με σκοπό οι δαπάνες να είναι συνδεδεμένες με τα έσοδα και όχι με τον πληθωρισμό όπως είναι τώρα.

- **Στην Ινδία**, η οικονομική δραστηριότητα αποδεικνύεται σημαντικά πιο ανθεκτική από την περιφέρεια, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ το Α' τρίμηνο του έτους αυξήθηκε κατά 6,1% από 4,5% το Δ' τρίμηνο του 2022. Βασικός μοχλός της ανάπτυξης το Α' τρίμηνο καθώς και το υπόλοιπο του έτους, είναι η ανάκαμψη στην εγχώρια ιδιωτική κατανάλωση καθώς όμως και οι επενδύσεις οι οποίες έχουν ξεκινήσει ήδη να αποφέρουν καρπούς στην οικονομία. Σημαντικά θετικό σημάδι είναι και η σταδιακή μείωση των τιμών καθώς η αυστηρή νομισματική πολιτική των τελευταίων 14 μηνών περιόρισε τις πληθωριστικές πιέσεις στο 6,2% το Α' τρίμηνο του 2023, ενώ τα επόμενα τρίμηνα ο δείκτης τιμών καταναλωτή αναμένεται να διακυμανθεί εντός του στόχου της κεντρικής τράπεζας. Ήδη, η Κεντρική Τράπεζα της Ινδίας διατήρησε στις τελευταίες συνεδριάσεις της στάση αναμονής κρατώντας το παρεμβατικό επιτόκιο αμετάβλητο στο 6,5%, ενώ εκτιμάται ότι μέχρι το τέλος του έτους θα έχει προχωρήσει σε τουλάχιστον μία μείωση. Το χαμηλό εξωτερικό χρέος της χώρας περιορίζει τον συναλλαγματικό κίνδυνο, ενώ οι σημαντικές εισαγωγές πετρελαίου από τη Ρωσία σε χαμηλότερο κόστος έχουν βελτιώσει το εμπορικό έλλειμμα.

1 | Πρόδρομος Δείκτης Τράπεζας Πειραιώς



2 | Διαφορά Ανάπτυξης

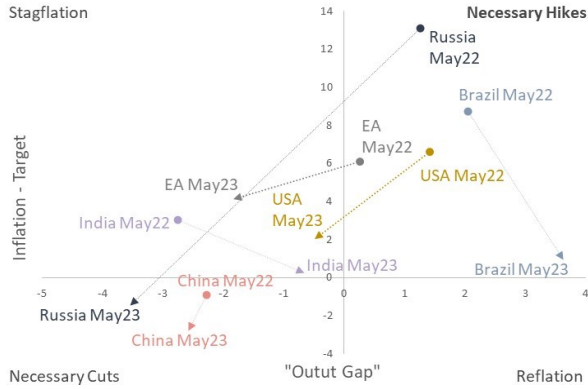


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Στη Ρωσία**, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επιστρέψει σε τροχιά ανάπτυξης από το Β' τρίμηνο του έτους καθώς το Α' τρίμηνο σημείωσε συρρίκνωση κατά 1,8% ετησίως. Εντούτοις, η δημόσια κατανάλωση και οι επενδύσεις κατέγραψαν το Α' τρίμηνο θετικούς ετήσιους ρυθμούς περιορίζοντας έτσι –και σε συνδυασμό με το αποτέλεσμα βάσης από πέρυσι– την μείωση του πραγματικού ΑΕΠ. Αντίστοιχα, οι πληθωριστικές πιέσεις το υπόλοιπο του τρέχοντος έτους αναμένεται να περιοριστούν στο 4,5%, ρυθμός σημαντικά χαμηλότερος από τα υψηλά του 14,4% το Γ' τρίμηνο πέρυσι. Οι εμπορικές σχέσεις και οι εξαγωγές πετρελαίου της χώρας προς την Ινδία και Κίνα έχουν διατηρήσει την οικονομία σε επίπεδα υψηλότερα από του αναμενόμενου σε συνέχεια του πολέμου με την Ουκρανία.



3 | Νομισματική Πολιτική



ΠΙΝΑΚΑΣ | Προβλέψεις Βασικών Μεγεθών

	ΑΕΠ		Πληθωρισμός		Παρεμβατικό Επιτόκιο	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Βραζιλία	2,9	2,1	9,3	5,0	13,75	12,25
Ρωσία	-2,1	0,5	13,8	5,3	7,50	7,75
Ινδία	9,1	7,0	6,7	6,6	6,25	6,40



03

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τη μετοχική αγορά, κυρίως λόγω αποτιμήσεων, υποβαθμίζοντας την άποψη μας για την Ευρωζώνη σε αρνητική. Στα κρατικά ομόλογα διατηρούμε ήπια θετική άποψη αναβαθμίζοντας την άποψη μας σε αυτά της Ευρωζώνης σε ήπια θετική. Στα εταιρικά, η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική, με τα επενδυτικής διαβάθμισης των ΗΠΑ (IG) να παραμένει ουδέτερη. Τέλος, στα εμπορεύματα, συνολικά, η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική, ενώ παραμένει ουδέτερη για τον χρυσό και το πετρέλαιο.

- **Μετοχές:** Η άποψή μας για τη μετοχική αγορά παραμένει ήπια αρνητική. Τόσο από πλευράς αποτιμήσεων όσο και από πλευράς ρίσκου, διατηρούμε αμυντική στάση για τη μετοχική αγορά στο σύνολό της. Πιο συγκεκριμένα, στις ΗΠΑ, το Η.Β. και την Ιαπωνία, η άποψή μας παραμένει ήπια

Κατηγορία Επένδυσης	Άποψη	Αλλαγή
Μετοχές	Ήπια Αρνητική	
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	
Ευρωζώνης	Αρνητική	↓
Ην. Βασίλειο	Ήπια Αρνητική	
Ιαπωνία	Ήπια Αρνητική	
Αναδ. Αγορές	Ουδέτερη	
Κρατικά Ομόλογα	Ήπια Θετική	
ΗΠΑ	Ήπια Θετική	
Ευρωζώνη (Γερμανία)	Ήπια Θετική	↑
Εταιρικά & Αναδ. Αγορών	Ήπια Αρνητική	
Επενδ. Διαβάθμισης (IG) ΗΠΑ	Ουδέτερη	
Επενδ. Διαβάθμισης (IG) Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	
Υψηλών Αποδόσεων (HY) ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	
Υψηλών Αποδόσεων (HY) Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	
Αναδ. Αγορών	Ήπια Αρνητική	
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Ουδέτερη	↑
USDJPY	Ήπια Αρνητική	
EURGBP	Ουδέτερη	
Εμπορεύματα	Ήπια Αρνητική	
Χρυσός	Ουδέτερη	
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	

αρνητική ενώ υποβαθμίζεται σε αρνητική για την Ευρωζώνη. Διατηρούμε την προτίμησή μας στον κλάδο της ενέργειας, της υγείας και της μικρής κεφαλαιοποίησης και υποβαθμίζουμε την τεχνολογία σε ουδέτερη και γενικά προτιμούμε τις “value” εταιρίες όπως ο τραπεζικός κλάδος. Στην ΕΖ προτιμούμε τον κλάδο της ενέργειας και των χρηματοοικονομικών (κυρίως τράπεζες). Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη για τις Αναδυόμενες Αγορές.

- **Ομόλογα:** Στα κρατικά ομόλογα, η άποψή μας παραμένει ήπια θετική. Πιο συγκεκριμένα, για τα κρατικά των ΗΠΑ η άποψή μας παραμένει ήπια θετική και αναβαθμίζεται σε ήπια θετική για αυτά της Ευρωζώνης.

- **Εταιρικά ομόλογα:** Η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική εκτός από τα επενδυτικής διαβάθμισης (IG) των ΗΠΑ που παραμένει ουδέτερη.

- **Εμπορεύματα:** Η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική για τα εμπορεύματα, ενώ ουδέτερη παραμένει, τόσο για το πετρέλαιο όσο και για τον χρυσό.



04

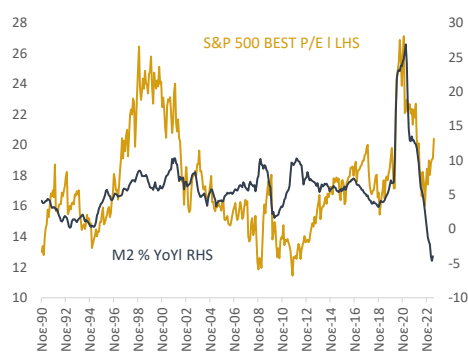
ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι περισσότερες μετοχικές αγορές συνεχίζουν να καταγράφουν θετικές αποδόσεις από τις αρχές του έτους λόγω κυρίως της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στις ΗΠΑ, του θέματος του ΤΝ και του ενδεχόμενου μιας ήπιας οικονομικής επιβράδυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ. Ωστόσο, οι πρόδρομοι δείκτες εξακολουθούν να δείχνουν ύφεση και οι υψηλές αποτιμήσεις μας οδηγούν στο να διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη στις μετοχές. Παραμένουμε ήπια αρνητικοί στις ΗΠΑ (προτίμηση σε ενέργεια, υγεία, μικρή κεφαλαιοποίηση), και αλλάζουμε σε αρνητικοί από ήπια αρνητικοί στην ΕΖ (προτίμηση σε ενέργεια και χρημ/κά) λόγω της επιδείνωσης των μακροοικονομικών στοιχείων, ενώ μένουμε ουδέτεροι στις Αναδυόμενες Αγορές. Στο Η.Β., η άποψή μας διατηρείται σε ήπια αρνητική, όπως και στην Ιαπωνία.

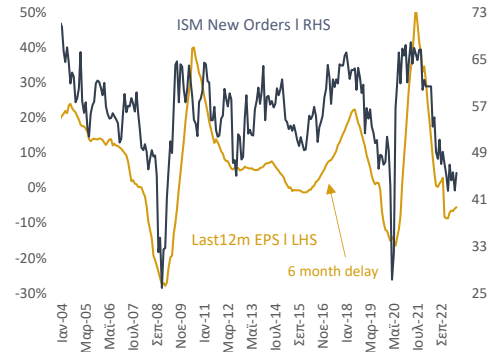
4.1 ΗΠΑ: Ήπια αρνητική άποψη

- Το θετικό κλίμα του Α' τριμήνου συνεχίστηκε και στο Β' τρίμηνο του 2023, με τον δείκτη της μεγάλης κεφαλαιοποίησης S&P 500 να ενισχύεται περίπου 9% στο τρίμηνο και 17% από τις αρχές του έτους. Η υποχώρηση των τραπεζικών ανησυχιών, ο μετριασμός της αύξησης του πληθωρισμού (μεγαλύτερη πιθανότητα για παύση της ανόδου των επιτοκίων της Fed), τα δυνατά μακροοικονομικά στοιχεία (αγορά εργασίας) και το θέμα του ΤΝ αποτέλεσαν τους βασικούς παράγοντες ενίσχυσης των μετοχικών αγορών. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, η αποτίμηση του δείκτη σε όρους τιμή/κέρδη έχει ενισχυθεί στο 21x από 18,5x που ήταν στο Α' τρίμηνο, με περισσότερους αναλυτές να έχουν προβεί σε αναθεωρήσεις προς τα πάνω του EPS για το 2023 και τις εκτιμήσεις τους να παραμένουν σε θετικό έδαφος. Από την άλλη, η ρευστότητα στην αγορά συνεχίζει να μειώνεται όπως φαίνεται από την υποχώρηση σε αρνητικό έδαφος της μεταβολής της ποσότητας του χρήματος (M2). Συγκεκριμένα, όπως έχουμε αναφέρει σε προηγούμενη Στρατηγική, η θετική συσχέτιση της μεταβολής του δείκτη M2 (ποσότητα χρήματος) με τις αποτιμήσεις (τιμή/κέρδη-P/E) του S&P 500, δείχνει ενδεχόμενη σημαντική υποχώρηση των τελευταίων (Διάγραμμα 1). Πέρα από τα νομισματικά μεγέθη, τα πραγματικά επιτόκια, η παραγωγικότητα αλλά και η καταναλωτική εμπιστοσύνη συνηγορούν σε λογούς τιμές προς κέρδη αρκετά χαμηλότερα από το παρόν.

1 | S&P 500 Best P/E & M2 % YoY



2 | Πρόδρομοι δείκτες & Last12m EPS%



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



- Από την άλλη, **αρκετοί πρόδρομοι δείκτες** όπως έχουν αναφερθεί σε προηγούμενες ενότητες **εξακολουθούν να δείχνουν πιθανή ύφεση καθώς η τάση τους παραμένει καθοδική**. Η συσχέτιση του πρόδρομου δείκτη νέων παραγγελιών με τις εκτιμήσεις για την κερδοφορία δείχνουν ενδεχόμενη πίεση στον τελευταίο δείκτη (Διάγραμμα 2). Επιπρόσθετα, συσχετίζοντας τον πρόδρομο δείκτη των νέων παραγγελιών, τον ISM, τον πληθωρισμό και το spread των κρατικών αποδόσεων (10-2 έτη), η κερδοφορία αναμένεται να υποχωρήσει γύρω στο 15% προς το τέλος του 2023, αρχή του 2014. Η εκτίμηση αυτή έρχεται σε αντίθεση με bottom-up εκτιμήσεις των αναλυτών για το EPS. Αν και στο τελευταίο τρίμηνο υποχώρησαν οριακά (-0,3%), ωστόσο παραμένουν θετικές για το σύνολο του έτους (+1,4%).
- Ένας από τους βασικούς παράγοντες ενίσχυσης των μετοχών το τελευταίο τρίμηνο ήταν το θέμα της **Τεχνητής Νοημοσύνης (TN)** που ενίσχυσε τις μεγάλες τεχνολογικές εταιρείες (+60% από τις αρχές του έτους) και κατ' επέκταση τον δείκτη τόσο στις αποτιμήσεις όσο και στην κερδοφορία. Η θετική κίνηση λόγω του TN ξεκίνησε από τα αποτελέσματα της εταιρείας παραγωγής ημιαγωγών NVIDIA που έδωσε εκτίμηση για τα έσοδα του τρέχοντος τριμήνου άνω του 64% με την τιμή της να ενισχύεται 24% την επόμενη μέρα. Ενδεικτικό του θέματος του TN είναι αναφορές που ανεβάζουν την παραγωγικότητα της εργασίας και την κερδοφορία των εταιρειών για τα επόμενα έτη με την δίκαιη τιμή του δείκτη S&P500 να υπολογίζεται 9% υψηλότερα (σύμφωνα με γνωστό χρηματοοικονομικό οίκο). Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω, θα προχωρήσουμε σε ανοδική αναθεώρηση των τιμών του δείκτη στα εκάστοτε σενάρια. **Στο βασικό μας σενάριο** που συνδυάζει τις προσδοκίες των αναλυτών και την μακροοικονομική ανάλυση για πιέσεις στην κερδοφορία αλλά και τις αποτιμήσεις, αντιστοιχεί τώρα μια δίκαιη αποτίμηση του δείκτη στις 3815 (από τις 3500) μονάδες. Αντίθετα, **σε ένα αισιόδοξο σενάριο** μηδενισμού της πιθανότητας ύφεσης με πτώση των αποτιμήσεων μόλις στο 19x (μέσος ορός 1997-2023) ο δείκτης θα αποτιμάται δίκαια στις 4700 μονάδες. **Σε ένα πιο αρνητικό σενάριο**, με διόρθωση του EPS κατά 15% και με αποτιμήσεις οι οποίες αποτυπώνουν καλύτερα το παρόν μακροοικονομικό περιβάλλον (17x), ο δείκτης θα αποτιμάται δίκαια στις 3510 (από τις 3220) μονάδες. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας. Συνδυαστικά με τα παραπάνω, **η διατήρηση μιας θετικής τεχνικής εικόνας θα συνηγορούσε σε αύξηση θέσεων στην περιοχή του 4050.**

ΗΠΑ - Κλάδοι

- Στο Β' τρίμηνο αλλά και από τις αρχές του έτους, οι growth κλάδοι, της Τεχνολογίας, των Κυκλικών Προϊόντων και των Υπ. Επικοινωνίας υπεραποδίδουν του δείκτη (+42,3%, +36,5% και +34,4% αντίστοιχα YTD). Μάλιστα, οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρείες (Apple, Amazon, Google, Meta, Microsoft και Nvidia) έχουν ενισχυθεί +56% (ως δείκτης) από τις αρχές του έτους με τον μεγαλύτερο ποσοστό των αναλυτών να έχει αναθεωρήσει προς τα πάνω τις εκτιμήσεις του EPS των εταιρειών αυτών. Ωστόσο, τον τελευταίο μήνα του τριμήνου (Ιούνιο) οι κλάδοι που υπεραπέδωσαν δεν ήταν κατά βάση growth. Συγκεκριμένα, με εξαίρεση τον κλάδο των Κυκλικών Προϊόντων (λόγω της εταιρείας Tesla Inc +28%), οι value κυκλικοί κλάδοι, της Βιομηχανίας, των Πρώτων Υλών και των Ακινήτων ξεχώρισαν τον μήνα Ιούνιο (+9,8%, +9,7% και +6,3% αντίστοιχα).
- **Αναφορικά με τις εκτιμήσεις της κερδοφορίας των κλάδων, οι growth κλάδοι, των Κυκλικών Προϊόντων, των Υπ. Επικοινωνίας αλλά και ο κλάδος της Βιομηχανίας εμφανίζουν διψήφιο ποσοστό αύξησης του EPS για το 2023** ενώ στο 2024 έχουν προστεθεί οι κλάδοι της Τεχνολογίας και των Χρη/κων (σύμφωνα με την πλειοψηφία των αναλυτών βάσει των δεδομένων της

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες αποτιμήσεων

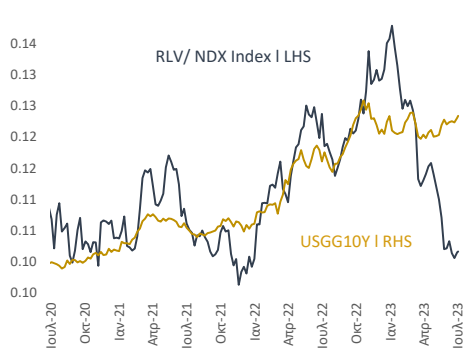
	Θεμελιώδη									Αποτιμήσεις					
	Μτβ % EPS			Μτβ % Sales			Μτβ % DPS			Latest P/E	20y Median	Latest P/BV	20y Median	Latest D/Y	20y Median
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024						
Industrials	29.1%	14.5%	13.7%	14.5%	4.0%	5.2%	14.2%	10.0%	5.2%	18.7	18.4	4.8	3.5	1.6%	2.2%
IT	3.8%	0.5%	15.9%	9.1%	0.5%	8.5%	10.3%	2.0%	5.6%	27.0	20.5	9.2	4.2	0.8%	1.2%
Cons. Stpls	1.3%	2.1%	9.0%	8.7%	4.1%	3.6%	5.8%	4.8%	4.7%	19.9	18.1	5.3	4.4	2.5%	2.8%
Cons. Disc	-11.6%	29.9%	19.9%	15.3%	6.1%	7.3%	25.7%	8.0%	7.1%	27.7	22.8	7.9	4.6	0.8%	1.3%
Health Care	5.0%	-9.9%	9.1%	9.9%	3.4%	5.4%	7.9%	6.2%	5.3%	16.9	19.9	4.1	3.9	1.7%	1.9%
Energy	154.4%	-26.7%	0.6%	51.4%	-14.1%	-1.3%	26.0%	-2.2%	-0.3%	10.7	13.1	2.0	2.1	3.9%	2.7%
Financials	-14.6%	7.0%	10.1%	5.3%	5.0%	3.7%	10.1%	5.7%	6.8%	13.2	14.5	1.7	1.5	1.9%	2.0%
Materials	5.4%	-17.6%	6.4%	12.9%	-4.6%	0.8%	19.8%	-6.1%	3.9%	17.1	16.4	2.6	2.9	2.0%	2.1%
Utilities	1.2%	6.4%	8.4%	9.3%	2.7%	1.9%	2.7%	6.1%	6.5%	16.9	17.7	1.9	1.9	3.2%	3.7%
Com Serv.	-20.4%	21.0%	19.1%	5.9%	5.0%	5.9%	-17.4%	1.6%	4.0%	17.2	21.4	3.1	2.7	0.8%	2.1%
Real Estate	11.8%	0.2%	5.5%	10.2%	6.3%	6.0%	21.6%	-0.9%	3.1%	16.6	45.9	2.9	3.0	3.4%	3.4%
S&P 500	4.8%	1.4%	11.9%	12.7%	2.1%	4.7%	10.6%	4.2%	4.9%	19.0	17.8	3.8	2.9	1.5%	2.1%
S&P Small Cap 600	11.3%	-14.9%	15.8%	20.0%	-2.7%	4.0%	24.8%	-7.3%	1.4%	13.5	21.6	1.4	2.0	1.8%	2.0%
S&P 500 Growth (ISU)	-2.3%	4.5%	15.0%	10.1%	4.4%	6.5%	7.2%	5.3%	5.6%	22.3	20.6	5.8	3.8	1.0%	1.6%
S&P 500 Value (ISU)	14.4%	-1.3%	8.3%	16.1%	1.1%	2.9%	13.5%	4.7%	4.4%	15.1	16.2	2.4	2.3	2.5%	2.5%
Banks	-21.3%	7.5%	0.5%	2.7%	6.7%	-0.8%	9.6%	1.9%	6.3%	8.8	12.2	0.9	1.0	3.5%	2.8%

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

FactSet). Αντίθετα, ο κλάδος της Ενέργειας, των Πρώτων Υλών και της μικρής κεφαλαιοποίησης έχουν τις μεγαλύτερες αρνητικές μεταβολές του EPS για το 2023 ενώ για το 2024 ο κλάδος της Ενέργειας αναμένεται να έχει οριακή ενίσχυση.

- Σε επίπεδο αποτιμήσεων (τιμή/κέρδη-P/E), οι growth κυκλικόι κλάδοι, των Κυκλικών Προϊόντων και της Τεχνολογίας παραμένουν οι πιο ακριβοί σε σχέση με τον δείκτη ενώ οι value κυκλικόι κλάδοι, της Ενέργειας, των Χρη/κων (Τράπεζες) και της μικρής κεφαλαιοποίησης εμφανίζουν πιο χαμηλές αποτιμήσεις.
- Το θέμα του TN κράτησε ψηλά τις τιμές των μετοχών των τεχνολογικών εταιρειών παρά την ανοδική κίνηση της απόδοσης του 10ετούς κρατικού ομολόγου (Διάγραμμα 3). Πολλοί αναλυτές θεωρούν ότι το συγκεκριμένο θέμα αναμένεται να οδηγήσει σε αύξηση του EPS των εταιρειών αυτών τα επόμενα έτη καθώς και της συγκεκριμένης αγοράς. **Υποβαθμίζουμε σε ουδέτερη την θετική άποψη μας για τις growth εταιρείες σε σχέση με τις value και συγκεκριμένα για τις εται-**

3 | RLV/NDX Index & Απόδοση 10YUST



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

σει ένα μεγάλο μέρος της αναμενόμενης ύφεσης.

- **Άδια επιχειρηματολογία ισχύει και για την μικρή κεφαλαιοποίηση.** Λαμβάνοντας υπόψιν ότι ο σχετικός δείκτης βρίσκεται στα πιο φθηνά επίπεδα των τελευταίων 20 ετών, έχοντας προεξοφλήσει μέρος από την ύφεση αλλά και της υπεραπόδοσης του έναντι του S&P 500 σε περιόδους ύφεσης

ρείες του κλάδου της Τεχνολογίας. Δεδομένου της μεγάλης κίνησης του κλάδου και της αναμενόμενης ύφεσης (προς το τέλος του Δ' τριμήνου του έτους) για την οικονομία δεν θεωρούμε ότι θα υπάρχει περαιτέρω ενίσχυση του κλάδου καθώς και σε όρους αποτιμήσεων εμφανίζεται αρκετά ακριβός.

- **Αναφορικά με τις value εταιρείες, παραμένει θετική η άποψη μας για την Ενέργεια,** καθώς σε όρους αποτιμήσεων (τιμή/κέρδη (P/E), τιμή/λογιστική αξία κεφαλαίου (P/B), μερισματική απόδοση (D/Y) παραμένει από τους πιο «φθηνούς» κλάδους, έχοντας προεξοφλή-



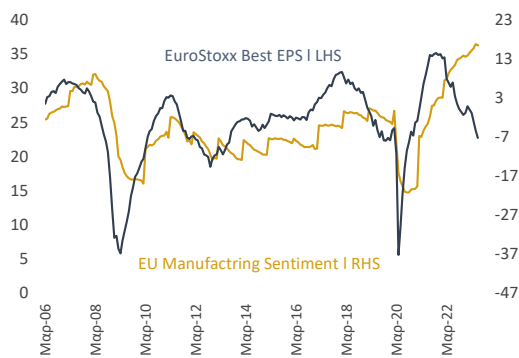
(2000 και 2007), διατηρούμε την θετική άποψή μας για τον κλάδο.

- **Συνεχίζουμε και θεωρούμε ότι οι value κλάδοι παρουσιάζουν ενδιαφέρον** καθώς εκτός από τον κλάδο της ενέργειας και τα Χρη/κά, συγκεκριμένα οι Τράπεζες, εμφανίζουν να έχουν προεξοφλήσει μέρος της πιθανής ύφεσης. Ο συνδυασμός των φθηνών αποτιμήσεων και των δυνατών θεμελιωδών στοιχείων (ορισμένες μεγάλες τράπεζες ανέβασαν τις εκτιμήσεις για τα έσοδα του 2023) κάνουν τον κλάδο ελκυστικό σε περίπτωση ήπιας επιβράδυνσης και όχι ύφεσης.
- **Διατηρούμε την θετική άποψή μας στην υγεία.** Όπως αναφέραμε και στην προηγούμενη Στρατηγική, ο κλάδος της υγείας ως αμυντικός κλάδος έχει καταγράψει, ιστορικά, καλύτερες αποδόσεις έναντι του δείκτη σε περιόδους ύφεσης και σε συνδυασμό με το «long duration» στοιχείο τους (οι περισσότερες χρη/ροές του κλάδου αφορούν το μακρινό μέλλον καθώς ποσοστό άνω του 1/3 των εταιρειών του σχετίζονται με την βιοτεχνολογία) θα ωφεληθεί από την ενδεχόμενη μείωση των επιτοκίων. Επιπλέον, η υγεία σαν κλάδος επηρεάζεται λιγότερο από την αύξηση του πληθωρισμού σε σχέση με τους υπόλοιπους κλάδους. Η συνολική τεχνική εικόνα της παραμένει σχετικά θετική.

4.2 Ευρωζώνη: Αρνητική άποψη

- **Η δυναμική της υπεραπόδοσης του ευρωπαϊκού δείκτη (SXXE Index) έναντι του αμερικανικού δείκτη (S&P 500) που ξεκίνησε στο Δ' τρίμηνο του 2022 υποχώρησε στο Β' τρίμηνο του 2023.** Έχοντας βάρος περισσότερο σε value κλάδους, ο ευρωπαϊκός δείκτης σημείωσε τριμηνιαία απόδοση +3,2% έναντι +8,8% του αμερικανικού δείκτη και από τις αρχές του έτους έχει ενισχυθεί κατά +15,5% έναντι +16,8% αντίστοιχα. Οι βασικοί παράγοντες της κίνησης αυτής είναι η επιδείνωση των μακροοικονομικών στοιχείων (οι οικονομικές εκπλήξεις γύρισαν αρνητικές τον Μάιο σύμφωνα με σχετικό δείκτη) και η αργή οικονομική ανάκαμψη της Κίνας (-7,6% το τρίμηνο ο κινεζικός δείκτης).
- **Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του δείκτη παραμένουν θετικές (+1%) για το 2023 παρά την μείωση τους (-3%).** Ωστόσο, παρατηρώντας στο Διάγραμμα 4 την σχέση των εκτιμήσεων του EPS για τους επόμενους 12 μήνες με τον πρόδρομο δείκτη του κλίματος της μετα-

4 | Πρόδρομοι δείκτες & Last 12m EPS



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ποποίησης στην ΕΖ, οι εκτιμήσεις εμφανίζονται αρκετά αισιόδοξες σε σχέση με τον πρόδρομο δείκτη. Η συνέχιση, όμως, της επιδείνωσης του κλίματος θα οδηγήσει εν τέλει σε μείωση των παραπάνω εκτιμήσεων.

□ **Αναφορικά με τις αποτιμήσεις (τιμή/κέρδη-P/E) του δείκτη, εξακολουθούν και δείχνουν φθηνή την ευρωπαϊκή αγορά** τόσο έναντι του ιστορικού μέσου της όσο και έναντι της αμερικάνικης αγοράς. Η συνεχιζόμενη, όμως, μείωση της ρευστότητας λόγω μείωσης της ποσότητας του χρή-

ματος (M1) συνεπάγεται και περαιτέρω υποχώρησης των αποτιμήσεων δεδομένου της θετικής συσχέτισής τους .

- **Υποβαθμίζουμε την άποψή μας σε αρνητική από ήπια αρνητική για την ΕΖ.** Λαμβάνοντας υπόψη την επιδείνωση των μακροοικονομικών στοιχείων της οικονομίας το τελευταίο διάστημα αλλά και την μεγαλύτερη μεταβλητότητα που εμφανίζει το EPS της ΕΖ, σε μία πτωτική κίνηση του EPS του S&P 500 (εκτίμηση για -15%), τα ρίσκα για τις μετοχικές αγορές της ΕΖ είναι προς τα κάτω. Η συνολική τεχνική εικόνα του δείκτη παραμένει θετική αλλά βραχυπρόθεσμα παρατηρούμε σημαντική επιδείνωση.

Ευρωζώνη: Κλάδοι και επιμέρους γεωγραφικές περιοχές

- **Οι growth κλάδοι της Τεχνολογίας και των Κυκλικών Προϊόντων ήταν αυτοί που ξεχώρισαν σε απόδοση και στην ΕΖ.** Αντίθετα, ο κλάδος των Ακινήτων, της Ενέργειας και της Βιομηχανίας κινούνται σε αρνητικό έδαφος. Το θέμα του ΤΝ έχει επηρεάσει και τους κλάδους της ΕΖ, όπου παρά την αύξηση των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων, οι παραπάνω growth κλάδοι υπεραποδίδουν του δείκτη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες αποτιμήσεων

	Θεμελιώδη									Αποτιμήσεις					
	Μτβ % EPS			Μτβ % Sales			Μτβ % DPS			Latest	20y	Latest	20y	Latest	20y
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	P/E	Median	P/BV	Median	D/Y	Median
Industrials_ISU	17.7%	18.4%	13.6%	15.0%	7.9%	4.4%	15.0%	14.1%	10.1%	14.5	18.3	2.3	2.4	2.1%	2.9%
IT_ISU	1.5%	19.0%	14.4%	11.1%	10.8%	7.9%	14.8%	11.7%	12.4%	21.6	27.4	4.2	3.8	1.0%	1.7%
Cons. Staples_ISU	10.3%	6.5%	12.7%	10.5%	8.3%	4.8%	8.7%	15.5%	10.5%	20.1	21.2	2.6	3.1	1.7%	2.2%
Cons. Disc._ISU	13.0%	7.6%	11.2%	8.1%	9.5%	4.8%	12.7%	6.1%	9.2%	15.7	15.1	2.2	2.1	1.8%	2.7%
Health Care_ISU	2.9%	-1.3%	13.6%	8.4%	3.4%	5.1%	3.3%	4.9%	8.1%	15.0	19.6	1.8	2.4	2.1%	2.4%
Energy_ISU	108.8%	-24.9%	-9.1%	51.0%	-13.7%	-2.2%	21.4%	-9.0%	2.8%	5.9	11.0	1.0	1.3	5.3%	5.2%
Financials_ISU	-2.3%	23.1%	8.9%	-1.2%	6.7%	3.3%	-3.4%	18.4%	7.6%	7.1	10.9	0.8	0.9	5.0%	4.7%
Materials_ISU	3.7%	-26.9%	9.8%	11.9%	-5.0%	1.8%	9.8%	-7.5%	4.8%	14.5	16.0	1.5	1.8	3.1%	2.9%
Utilities_ISU	-54.7%	155.5%	-1.4%	26.4%	-1.3%	-5.7%	-2.1%	16.5%	0.5%	12.2	13.5	1.6	1.5	4.7%	4.8%
Com. Services_ISU	21.3%	3.9%	13.2%	1.2%	1.5%	1.9%	-0.6%	11.7%	6.2%	15.1	15.7	1.4	1.9	3.4%	4.4%
Real Estate_ISU	5.6%	-10.2%	0.9%	6.2%	0.1%	3.0%	5.0%	-8.0%	7.0%	10.3	19.4	0.6	1.1	7.2%	4.5%
Euro STOXX	21.8%	1.0%	8.5%	18.8%	1.4%	2.5%	12.8%	6.0%	7.2%	12.4	15.7	1.6	1.7	2.7%	3.4%
Euro STOXX Small	33.6%	1.5%	13.4%	34.8%	1.6%	2.6%	16.3%	-3.7%	6.4%	12.8	20.7	1.3	1.8	2.5%	3.0%
Banks_ISU	11.2%	16.8%	7.8%	4.4%	9.8%	2.4%	-1.1%	26.2%	8.1%	6.1	11.5	0.6	0.8	5.3%	4.7%

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Αναφορικά με τις εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2023 οι value κλάδοι, των Χρη/κων, της Βιομηχανίας, της Κοινής Ωφέλειας αλλά και της Τεχνολογίας αναμένεται ότι θα έχουν διψήφιο ποσοστό αύξησης (σύμφωνα με την πλειοψηφία των αναλυτών βάσει των δεδομένων της FactSet) ενώ το 2024 θα αφορά κυρίως growth κλάδους (Τεχνολογία, Υπ. Επικοινωνίας, Υγεία, Κυκλικά Προϊόντα).** Σε αρνητικό έδαφος αναμένεται να συνεχίσει η μεταβολή του EPS για την Ενέργεια τόσο το 2023 όσο και το 2024. Παρόμοια εικόνα περιμένουμε για το 2023 για τους κλάδους των Πρώτων Υλών και της Υγείας.
- **Διατηρούμε την προτίμησή μας για τον κλάδο της Ενέργειας,** παρά την εκτιμώμενη μείωση της κερδοφορίας, καθώς παραμένει από τους πιο ελκυστικούς κλάδους σε όρους αποτιμήσεων (P/E, P/B, D/Y) τόσο σε σχέση με τον δείκτη αναφοράς όσο και με τον μέσο όρο 20ετίας. Επιπλέον, η αναμενόμενη επανεκκίνηση της Κίνας αλλά και οι αποφάσεις για μείωση της παραγωγής πετρέλαιο από τις χώρες του ΟΠΕΚ+, θα ενισχύσει την τιμή του και κατ' επέκταση τα έσοδα/κερδοφορία των εταιρειών.
- **Διατηρούμε την θετική άποψή μας για τον κλάδο των Χρη/κων.** Ο κλάδος των Χρη/κων παρα-

μένει ο δεύτερος «φθηνότερος» κλάδος, μετά την Ενέργεια, σε σχέση με τον δείκτη (P/E, P/B, D/Y), έχοντας προεξοφλήσει μέρος της αναμενόμενης ύφεσης. Επιπρόσθετα, σε περιβάλλον υψηλών επιτοκίων, τα έσοδα των τραπεζών αναμένεται να ενισχυθούν, ενώ παράλληλα, **οι ισχυροί ισολογισμοί τους σε συνδυασμό με το υψηλό ρυθμιστικό πλαίσιο λειτουργίας τους αποτελούν στήριγμα σε μια ενδεχόμενη οικονομική επιβράδυνση της οικονομίας.**

4.3 Υπόλοιπος Κόσμος

- **Διατηρούμε την άποψή μας για το Η.Β. σε ήπια αρνητική.** Ο βρετανικός δείκτης δεν έχει ακολουθήσει την ανοδική κίνηση των υπόλοιπων δεικτών των αναπτυσσόμενων αγορών, έχοντας οριακές απώλειες από τις αρχές του έτους. Δεδομένου του value αμυντικού χαρακτήρα του δείκτη (μεγαλύτερο βάρος στους κλάδους των Μη Κυκλικών Προϊόντων, Χρη/κων, Πρώτων Ύλων, Ενέργεια), η υποχώρηση του πετρελαίου και των υπολοίπων βιομηχανικών προϊόντων δεν αντισταθμίστηκε από την ενίσχυση των growth κλάδων (Τεχνολογίας, Κυκλικών Προϊόντων). Αν και βρίσκεται σε φθηνά επίπεδα σε σχέση με τις άλλες αναπτυσσόμενες αγορές (περίπου 40% έναντι του S&P 500 σε όρους P/E), ωστόσο τα επίπεδα αυτά ίσως να έχουν ενσωματώσει τις αρνητικές προοπτικές της οικονομίας λόγω του επίμονου υψηλού πληθωρισμού και της συνέχισης των αυξήσεων των επιτοκίων από την BoE. Η ανάπτυξη της κερδοφορίας παραμένει αρνητική για το 2023 με τους κλάδους της Ενέργειας και των Πρώτων Ύλων να εμφανίζουν την μεγαλύτερη μείωση του EPS. Η συνολική τεχνική εικόνα του δείκτη είναι ουδέτερη.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες αποτιμήσεων

	Θεμελιώδη									Αποτιμήσεις					
	Μτβ % EPS			Μτβ % Sales			Μτβ % DPS			Latest	20y	Latest	20y	Latest	20y
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	P/E	Media	P/BV	Median	D/Y	Median
S&P 500	4.8%	1.0%	12.1%	12.7%	2.1%	4.8%	10.6%	4.2%	4.9%	19.5	17.8	3.9	2.9	1.5%	2.1%
Euro STOXX	21.8%	0.9%	8.3%	18.8%	1.2%	2.5%	12.8%	6.2%	7.2%	12.8	16.0	1.8	1.9	3.0%	3.6%
STOXX Europe 600	19.4%	-0.5%	7.2%	19.6%	1.2%	2.3%	9.4%	5.5%	6.2%	12.4	16.0	1.7	1.9	2.9%	3.6%
DAX	14.5%	1.3%	9.4%	15.5%	7.0%	2.5%	11.7%	5.9%	7.9%	10.9	14.0	1.4	1.6	2.9%	3.2%
CAC 40	29.4%	-6.2%	7.7%	21.2%	-0.1%	4.0%	18.3%	2.0%	8.1%	13.2	16.5	1.9	1.7	2.6%	3.3%
IBEX 35	20.6%	-2.2%	2.9%	29.7%	-1.1%	0.2%	21.4%	11.5%	5.4%	10.7	14.0	1.2	1.4	3.0%	4.4%
FTSE MIB (ISU)	34.3%	6.9%	4.4%	22.6%	5.2%	-0.1%	7.3%	19.6%	4.1%	8.2	15.4	1.2	1.3	4.3%	4.2%
FTSE 100 (ISU)	16.2%	-3.1%	4.0%	15.6%	0.4%	1.4%	-8.6%	9.3%	7.4%	10.2	15.3	1.5	1.8	3.8%	4.1%
TOPIX (ISU)	-5.0%	0.6%	9.9%	-2.6%	0.0%	2.8%	-3.6%	0.0%	6.7%	14.3	16.5	1.3	1.3	2.3%	2.1%
HSCE (ISU)	0.8%	6.0%	11.2%	-0.1%	3.3%	8.7%	1.0%	4.8%	6.7%	8.2	10.9	1.0	1.6	2.4%	3.1%
World	-11.0%	19.1%	16.8%	8.6%	2.2%	5.6%	2.7%	2.8%	7.8%	15.1	17.9	2.1	2.1	2.1%	2.6%
MSCI EM (ISU)	1.7%	-5.7%	20.6%	6.8%	2.8%	7.4%	5.5%	0.5%	7.1%	13.2	12.5	1.6	1.6	2.9%	2.6%

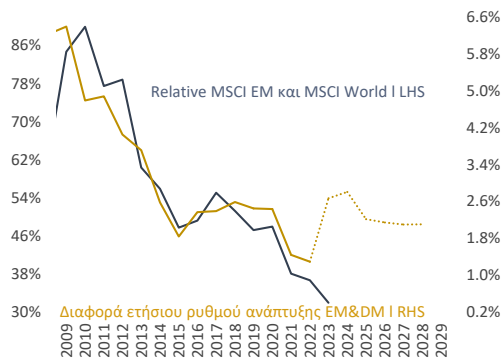
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία.** Ο ιαπωνικός δείκτης είχε την καλύτερη απόδοση στο Β' τρίμηνο (+14%) από τους περισσότερους μετοχικούς δείκτες, έχοντας φτάσει σε υψηλά 33 ετών. Οι βασικοί λόγοι της αύξησης της ζήτησης των ιαπωνικών μετοχών είναι ότι βρίσκονται σε «φθηνά» επίπεδα (24% έναντι του S&P 500), η συνέχιση της χαλαρής νομισματικής πολιτικής της BoJ, το αδύναμο νόμισμα και το θέμα του TN. Ως αποτέλεσμα των παραπάνω, ο αριθμός των αναλυτών που προχώρησαν σε αναθεώρηση προς τα πάνω του EPS ήταν περισσότεροι από αυτούς που το αναθεώρησαν προς κάτω. Ωστόσο, οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία γύρισαν σε οριακά θετικές (0,6%) από το 5,9% που ήταν στο Α' τρίμηνο του 2023 με τις εκτιμήσεις του EPS των κλάδων της Τεχνολογίας, των Πρώτων Ύλων και της Ενέργειας να έχουν υποχωρήσει περισσότερο. Δεδομένου, όμως, ότι οι περισσότερες εταιρείες της ιαπωνικής αγοράς είναι εξαγωγικές και των

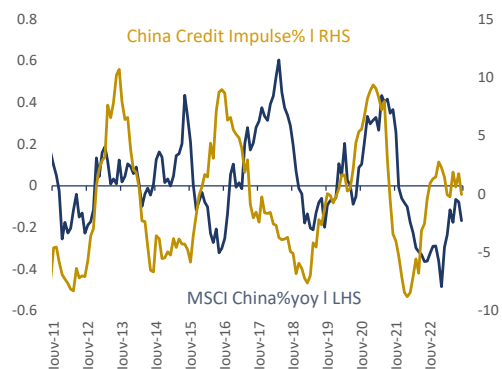
αυξημένων πιθανοτήτων για αλλαγή της ρητορικής της BoJ (θετικό για το γιεν) αλλά και του ενδεχόμενου ύφεσης στον υπόλοιπο κόσμο, τα ρίσκα για τον ιαπωνικό δείκτη είναι προς τα κάτω. **Η συνολική τεχνική εικόνα του δείκτη είναι πολύ θετική.**

- **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές**, δεδομένου ότι ορισμένες αναδυόμενες χώρες είναι πιο κοντά στο να ξεκινήσουν τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής τους (Βραζιλία, Μεξικό, Χιλή, Πολωνία, Τσεχία). Το θετικό κλίμα για τις αναδυόμενες αγορές αντικατοπτρίζεται και στο γεγονός ότι παρά την υποχώρηση του κινεζικού δείκτη, ο δείκτης των Αναδ. Αγορών βρίσκεται σε θετικό έδαφος από τις αρχές του έτους. Οι μετοχικές αγορές της Βραζιλίας, της Ν. Κορέας και της Ταϊβάν έχουν διψήφιο αριθμό θετικών αποδόσεων από τις αρχές του έτους. Επιπρόσθετα, οι εκτιμήσεις για την αύξηση του ΑΕΠ των οικονομιών των Αναδ. Αγορών παραμένουν σε ανοδική τροχιά. Συγκεκριμένα, η συσχέτιση της διαφοράς των ετήσιων ρυθμών ανάπτυξης μεταξύ αναδυομένων και αναπτυγμένων χωρών και της πορείας του λόγου των δεικτών MSCI EM και MSCI World, συνεχίζει να δείχνει ενίσχυση του πρώτου δείκτη έναντι του δεύτερου (Διάγραμμα 5). **Η συνολική τεχνική εικόνα των Αναδυομένων Αγορών έχει μεταβληθεί σε θετική από σχετικά θετική.**
- **Η άποψή μας για την Κίνα παραμένει ουδέτερη.** Η αγορά της Κίνας συνεχίζει να βρίσκεται σε «φθηνά» επίπεδα (P/E,P/B) τόσο σε σχέση με τους ιστορικούς μέσους όρους της, όσο και έναντι των αναπτυγμένων αγορών (Πίνακας 3). Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των κινεζικών εταιρειών, αν και μειώθηκαν στο +5,6% από +9,6% (Α' τρίμηνο) για το 2023 και σε +11,2% από +11,7% (Α' τρίμηνο) για το 2024, παραμένουν με θετικό πρόσημο. Ο κινεζικός δείκτης έχει υποχωρήσει (-3%) από τις αρχές του έτους, καθώς υποχώρησε (-7%) στο Β' τρίμηνο. Τα μη ικανοποιητικά μακροοικονομικά στοιχεία και η απογοήτευση της αγοράς για τα μέτρα ενίσχυσης της οικονομίας από την κυβέρνηση, πνέζουν τον δείκτη. Χαρακτηριστικό αποτελεί το ότι η πιστωτική επέκταση στην οικονομία ήταν αρνητική τον Μάιο, κρατώντας τον δείκτη χαμηλά (Διάγραμμα 6). Ωστόσο, με τα στοιχεία για τον πληθωρισμό να συνεχίζουν να δείχνουν υποχώρηση αλλά και αδύναμη εσωτερική κατανάλωση, οι πιθανότητες για υιοθέτηση περαιτέρω ενισχυτικών μέτρων από την κυβέρνηση (μείωση των επιτοκίων) έχουν αυξηθεί. **Η συνολική τεχνική εικόνα της Κίνας παραμένει σχετικά θετική.**

5 | MSCI World/MSCI EM & Δ% Ανάπτ. EM-DM



6 | MSCI CHINA & CHINA CREDIT IMPULSE %



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



05 ΟΜΟΛΟΓΑ

Το Β' τρίμηνο του 2023, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ και την Ευρωζώνη ενισχύθηκαν σημαντικά με τις ανησυχίες για μια πιθανή τραπεζική κρίση να υποχωρούν, την πιθανότητα ύφεσης στις ΗΠΑ να μετατοπίζεται χρονικά και τις κεντρικές τράπεζες Fed και ΕΚΤ να διατηρούν την επιθετική τους ρητορική. Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ καθώς πλησιάζει το τέλος σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής. Για τα κρατικά ομόλογα της Ευρωζώνης εκτιμούμε πλέον ότι το βάρος των πιθανοτήτων αρχίζει πλέον να ευνοεί την προεξόφληση μιας πιο αδύνατης ανάπτυξης. Μεταβάλλουμε την άποψη μας για τα κρατικά ομόλογα του πυρήνα σε ήπια θετική.

Παράλληλα, διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα IG ενώ στα ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα IG, στα ΗΥ εταιρικά ομόλογα των ΗΠΑ και της Ευρωζώνης και στα ομόλογα των αναδυομένων αγορών, παραμένουμε ήπια αρνητικοί.

5.1 ΗΠΑ Κρατικά

- Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στις ΗΠΑ ενισχύθηκαν σημαντικά το Β' τρίμηνο του 2023 με την απόδοση του αμερικανικού 10ετούς ομολόγου να διαμορφώνεται στο τέλος του Ιουνίου 37 μβ υψηλότερα σε σχέση με το Α' τρίμηνο, ενώ σημείωσε άνοδο ακόμα 23 μβ έως το 4,07% το πρώτο δεκαήμερο του Ιουλίου. Ακόμα μεγαλύτερη ήταν η κλιμάκωση για τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα με την απόδοση του αμερικανικού 2ετούς κρατικού ομολόγου να σημειώνει άνοδο 87 μβ από το προηγούμενο τρίμηνο. Η απόδοση του 2ετούς κρατικού ομολόγου ανήλθε στο 4,92% στις αρχές του Ιουλίου, διασπώντας στιγμιαία το 5,08% στις αρχές του Μαρτίου (πριν την μίνι τραπεζική κρίση).
- Καθώς ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται αργά και οι δυνάμεις της επιβράδυνσης δεν επηρεάζουν ακόμα την αγορά εργασίας και την κατανάλωση, η Fed συνεχίζει να στέλνει έναν αυστηρό τόνο νομισματικής πολιτικής ωθώντας τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις των ομολόγων προς τα πάνω, και συμπαρασύροντας με μειωμένη ένταση τις μακρύτερες διάρκειες (Διάγραμμα 1). Έτσι η νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ φαίνεται να επανέρχεται στην προ της τραπεζικής κρίσης εποχή. Η Fed αφού έφερε τον στόχο του παρεμβατικού της επιτοκίου στο 5,25% (με μια αύξηση των 25μβ στην συνεδρίαση του Μαΐου) σηματοδοτεί 2 ακόμα αυξήσεις (η αγορά προεξοφλεί για την ώρα την δεύτερη με πιθανότητα 30%) ενώ και ο ισολογισμός της έχει επανέλθει στα προ της κρίσης επίπεδα καθώς ο τραπεζικός τομέας φαίνεται ότι εξέρχεται της πρόσφατης μίνι - κρίσης.
- Παρ όλα αυτά, **οι ανησυχίες για τον βαθμό επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας και η πιθανότητα ύφεσης συνεχίζουν να αποτυπώνονται σε αρκετούς πρόδρομους δείκτες και στην καμπύλη των αποδόσεων 10ετίας-2ετίας** που παραμένει αντεστραμμένη (inversion) αν και έχει διορθωθεί από τις -109 μβ που βρέθηκε στις 8 Μαρτίου (το χαμηλότερο επίπεδο από το 1981) στις



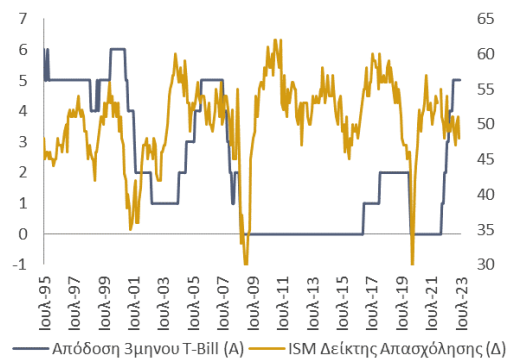
-87 μβ προς τα μέσα Ιουλίου. Η διαφορά της απόδοσης 3 μηνών - 10ετών κατέγραψε νέο ιστορικό χαμηλό (στις -190 μβ) και βρίσκεται τώρα στις -136 μβ. Παραμένει όμως το γεγονός ότι ιστορικά οι αντεστραμμένες καμπύλες αποτελούν ένδειξη ότι η αγορά προεξοφλεί επερχόμενη ύφεση.

- Πέρα από τις καμπύλες αυτές, όλοι οι πρόδρομοι δείκτες μεταποίησης, δείκτες ρευστότητας αλλά και σχέσεις όπως αυτή του χρυσού με τον χαλκό, θα συνηγορούσαν σε χαμηλότερες αποδόσεις. Αναμένουμε ότι τελικά η οικονομία των ΗΠΑ θα συνεχίσει να επιδεινώνεται οδηγώντας τελικά σε αύξηση της ανεργίας, και τη Fed σε μια μεταστροφή της πολιτικής της. Ήδη στον πρόδρομο δείκτη μεταποίησης ISM οι ενδείξεις που αφορούν την απασχόληση (Διάγραμμα 2) έχουν υποχωρήσει σε επίπεδα που συνηγορούν επιδείνωση της αγοράς εργασίας ενώ περαιτέρω πιέσεις ίσως αλλάξουν και τις προσδοκίες για τη νομισματική πολιτική.
- Συνεχίζουμε να θεωρούμε ότι όσο πιο δυνατή είναι η οικονομία τόσο πιο αργή θα είναι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού με αποτέλεσμα την παράταση της διάρκειας της νομισματικής σύσφιγξης. Αυτή η παράταση της περιόδου της νομισματικής σύσφιγξης από μόνη της αυξάνει στην συνέχεια την πιθανότητα ύφεσης, αλλά και την πιθανότητα ενός «ατυχήματος» αντίστοιχο με την χρεωκοπία των τριών τραπεζών τον Μάρτιο.
- **Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ** αλλά δεδομένης της αργής αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και της παράλληλα αργής επιδείνωσης της αγοράς εργασίας, στην απουσία ενός τέτοιου «ατυχήματος», όποια αποκλιμάκωση των αποδόσεων θα είναι σταδιακή και ευμετάβλητη.

1 | Αποδόσεις US Treasury 3μηνου και 10ετίας



2 | Δείκτης Απασχόλησης και Απόδοση 3Μ T-Bill



Πηγή: Datastream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

5.2 ΗΠΑ Εταιρικά

- Τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης (IG) σημείωσαν μικρή αρνητική συνολική απόδοση το Β' τρίμηνο, αλλά υπεραπέδωσαν έναντι των αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης (HY) από την άλλη σημείωσαν θετικές αποδόσεις καθώς μετατοπίστηκε χρονικά η πιθανότητα ύφεσης στις ΗΠΑ, υποχώρησε η μεταβλητότητα στις αγορές με το σενάριο της «ήπιας επιβράδυνσης» της οικονομίας να αποτελεί πλέον το βασικό σενάριο αρκετών επενδυτών.
- **Το spread των ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης των ΗΠΑ (IG)**, υποχώρησε το Β' τρίμηνο στις



123 μβ από 138 μβ στο τέλος του Μαρτίου, κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του (152 μβ) και σημαντικά χαμηλότερα από τα επίπεδα που ανήλθε σε περιόδους ύφεσης όταν διευρύνθηκε κατά μέσο όρο στις 248 μβ. Η πτώση του spread το Β' τρίμηνο σε σχέση με το Α' τρίμηνο οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στο γεγονός ότι τα θεμελιώδη στοιχεία των εταιριών παραμένουν υγιή και παρατηρούνται σημάδια επιβράδυνσης (π.χ. στις συνολικές πωλήσεις, EBITDA). Στο ίδιο διάστημα, η απόδοση των IG ομολόγων ενισχύθηκε από 5,17% σε 5,48%.

- Με βάση το στατιστικό μας υπόδειγμα, το οποίο περιλαμβάνει μεταβλητές για την προοπτική της οικονομικής δραστηριότητας, για τις χρεωκοπίες μικρών εταιριών, για την αυστηρότητα των συνθηκών δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και για τη ρευστότητα, το spread θα ήταν εύλογο να διαμορφωθεί υψηλότερα από την πραγματική τιμή, στις 232 μβ. Σύμφωνα με την εκτίμηση το spread των IG ομολόγων θα μπορούσε να διευρυνθεί το επόμενο διάστημα, καθώς η απόκλιση της εκτίμησης από την τρέχουσα τιμή έχει μεγαλώσει σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Σε ξεχωριστό στατιστικό υπόδειγμα, με βάση τη μεταβλητότητα των μετοχικών αγορών (VIX) στο τέλος του Ιουνίου, η εκτίμηση για το spread είναι χαμηλότερη από την τρέχουσα, στις 94 μβ. Ωστόσο η μεταβλητότητα παραμένει σε «αφύσικα» χαμηλά επίπεδα δεδομένης της αύξησης των επιτοκίων, της σύσφιγξης των οικονομικών συνθηκών, τον κίνδυνο ύφεσης και των αυξημένων γεωπολιτικών εντάσεων. Το spread θα μπορούσε να διατηρηθεί κοντά στα τρέχοντα επίπεδα αν δεν υπάρξουν αρνητικές εκπλήξεις στα συνολικά θεμελιώδη μεγέθη των εταιριών, καθώς οι ανάγκες χρηματοδότησής τους παραμένουν σχετικά χαμηλές ενώ παράλληλα το επενδυτικό ενδιαφέρον από εγχώριους και ξένους επενδυτές διατηρείται αυξημένο λόγω των απόλυτων μεγεθών των αποδόσεων. **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα IG ομόλογα ΗΠΑ** καθώς πιστεύουμε ότι παραμένουν οι αντισταθμιστικοί παράγοντες που περιγράψαμε το προηγούμενο τρίμηνο, οι οποίοι τουλάχιστον υποστηρίζουν **μια συνολική ουδέτερη στάση για την συγκεκριμένη κατηγορία επένδυσης**.
- **Το spread των εταιρικών ομολόγων μη επενδυτικής διαβάθμισης (HY) στις ΗΠΑ**, υποχώρησε σημαντικά το Β' τρίμηνο – πολύ περισσότερο από το spread των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης (IG) – και οι αποδόσεις των HY παρέμειναν κοντά στα επίπεδα που βρέθηκαν το προηγούμενο τρίμηνο (-2 μβ στο 8,50%). Η αποκλιμάκωση των spread κατά 65 μβ στις 390 μβ, ακολούθησε την πορεία των μετοχικών δεικτών και την αυξημένη επιθυμία για ανάληψη ρίσκου από τους επενδυτές. Ωστόσο θεωρούμε ότι τα τρέχοντα επίπεδα των spread είναι συμβατά με μια πολύ καλύτερη προοπτική για την αμερικανική οικονομία από ότι υποδηλώνουν οι πρόδρομοι δείκτες που παρακολουθούμε και δεν είναι συμβατά με το βασικό μας σενάριο για επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας προς το τέλος του έτους. Το στατιστικό υπόδειγμα με πολλαπλές μεταβλητές δείχνει μια εκτίμηση υψηλότερη από την πραγματική στις 745 μβ ενώ το στατιστικό υπόδειγμα με βάση τον VIX, αναδεικνύει μία εκτίμηση, λίγο χαμηλότερη (361 μβ) από την τρέχουσα. Οι πιθανότητες ωστόσο για επιδείνωση των θεμελιωδών μεγεθών των εταιριών με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση, είναι αυξημένες. Αξίζει να σημειωθεί ότι το Β' τρίμηνο του έτους έχουν αυξηθεί σημαντικά οι μεγάλες χρεοκοπίες στις ΗΠΑ σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Παράλληλα αναμένεται τα αυστηρότερα κριτήρια δανεισμού πιθανότατα να οδηγήσουν σε περισσότερες χρεοκοπίες και σε μια διεύρυνση του spread.
- Δεδομένου ότι το spread παραμένει σημαντικά κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του (528 μβ) και το επίπεδο που συνήθως διευρύνεται κατά μέσο όρο σε περιόδους ύφεσης (στις 838 μβ), **διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας στα HY εταιρικά ομόλογα ΗΠΑ**.



5.4 Ευρωζώνη | Κρατικά

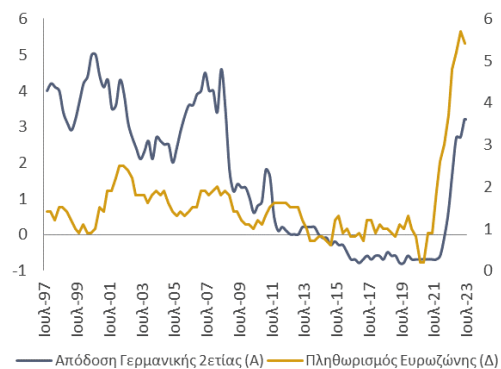
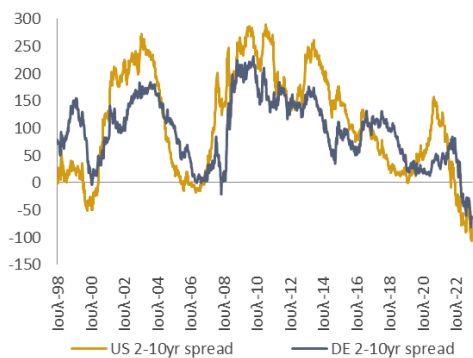
- **Ύστερα από τις θετικές εκπλήξεις στον απόηχο του πολέμου στην Ουκρανία και του ήπιου χειμώνα που ακολούθησε, τα οικονομικά στοιχεία στην Ευρωζώνη άρχισαν να εκπλήσσουν αρνητικά.** Παρόλα αυτά, οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στην Γερμανία (αλλά και σε άλλες ευρωπαϊκές χώρες) ενισχύθηκαν, σε μικρότερο βαθμό από τις ΗΠΑ, με την απόδοση του 10ετούς ομολόγου να διαμορφώνεται στο τέλος του Ιουνίου 10 μβ υψηλότερα σε σχέση με το Α' τρίμηνο, ενώ ανήλθε ακόμα 21μβ και έως το 2,7% το πρώτο δεκαήμερο του Ιουλίου. Μεγαλύτερη ήταν η κλιμάκωση για τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα, με την απόδοση του γερμανικού 2ετούς κρατικού ομολόγου να σημειώνει άνοδο 51 μβ από το προηγούμενο τρίμηνο. Η απόδοση του 2ετούς κρατικού ομολόγου έχει ανέλθει στο 3,3% (+10 μβ) στο πρώτο δεκαήμερο του Ιουλίου.
- Οι μεταποιητικοί δείκτες στην πλειονότητά τους βρίσκονται πλέον στην φάση της ύφεσης κινούμενοι από την φάση της ανάκαμψης. Επίσης, με βάση τον Δείκτη Οικονομικού Κλίματος προκύπτει ότι η Ευρωζώνη και οι δύο μεγάλες οικονομίες της, Γερμανία και Γαλλία, βρίσκονται στην φάση της ύφεσης. Μέσα σε αυτό το κλίμα, ο πληθωρισμός παραμένει ανοδικός και η ΕΚΤ διατηρεί την σφιχτή νομισματική της πολιτική αυξάνοντας τα επιτόκια κατά 25 μβ τόσο τον Μάιο όσο και τον Ιούνιο, στο 4% (επιτόκιο αναχρηματοδότησης) και σηματοδοτώντας την διατήρηση της σφιχτής νομισματικής πολιτικής. Οι αγορές αναμένουν άλλες δυο αυξήσεις επιτοκίων μέσα στο 2023, ενώ το χαρτοφυλάκιο της ΕΚΤ (APP) μειώνεται κατά 15 δις τον μήνα. Η σταδιακή επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης αναμένεται να επηρεάσει περαιτέρω αρνητικά την επιχειρηματική αλλά και την καταναλωτική δραστηριότητα. Πέρα από τους ενδογενείς αυτούς παράγοντες, η απογοητευτική κινεζική ανάκαμψη αλλά και η αυξημένη πιθανότητα μιας ύφεσης στις ΗΠΑ θα συνηγορούσαν σε σημαντικότερες προσδοκίες επιβράδυνσης και χαμηλότερες αποδόσεις των μακροχρονίων, τουλάχιστον, ομολόγων.
- Όμως η ΕΚΤ, σε μεγαλύτερο βαθμό από ότι η Fed, είναι προσηλωμένη στην καταπολέμηση του πληθωρισμού και έτσι η σφιχτή νομισματική πολιτική μεταδίδεται σε όλο το μήκος της καμπύλης των επιτοκίων, ωστόσο η αρνητική κλίση της καμπύλης 10-2 στην Γερμανία (αλλά και αλλού) αποτελεί μια ένδειξη ανησυχίας για την ανάκαμψη. Η διαφορά μεταξύ της 10ετούς και της 2ετούς απόδοσης σημείωσε χαμηλό στις -82 μβ (η χαμηλότερη από τον Σεπτέμβριο του 1992) για να ανακάμψει στις -68 μβ. Αξίζει να σημειωθεί ότι η κλίση της καμπύλης 10-2 στην Γερμανία (κλείσιμο μηνός) δεν είχε βρεθεί σε αρνητικό έδαφος από τον Ιανουάριο του 1993. Βασιζόμενοι στην μακροχρόνια σχέση της με την καμπύλη των ΗΠΑ η καμπύλη της Γερμανίας βρίσκεται 40 μβ υψηλότερα από την αντίστοιχη των ΗΠΑ. Έτσι δεδομένης και της πρόσφατης υστέρησης των κινήσεων της γερμανικής καμπύλης το πιο πιθανό σενάριο είναι η συνέχιση της υπο-απόδοσης των ομολόγων χαμηλότερης διάρκειας στην γερμανική καμπύλη (Διάγραμμα 3).
- Ενδεικτικό είναι επίσης το ότι τα πραγματικά διετή επιτόκια στην Γερμανία παραμένουν έντονα αρνητικά (στις -210 μβ από το χαμηλό των 323 μ.β) καθώς ο πυρήνας του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη δεν αποκλιμακώνεται ικανοποιητικά, πιέζοντας ανοδικά τις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις (Διάγραμμα 4).
- Αρχίζουμε να εκτιμούμε ότι το βάρος των πιθανοτήτων, μεταξύ χαμηλότερης ανάπτυξης και επίμονα υψηλού πληθωρισμού, αρχίζει πλέον να ευνοεί την προεξόφληση μιας πιο αδύνατης ανάπτυξης. Παράλληλα παρατηρούμε και τεχνικά σημάδια εξασθένησης της ανοδικής κίνησης των ευρωπαϊκών αποδόσεων. **Μεταβάλλουμε την άποψη μας για τα κρατικά ομόλογα του πυρήνα σε ήπια θετική.**



5.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά

- Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης (IG) της Ευρωζώνης σημείωσαν μικρές θετικές συνολικές αποδόσεις το Β' τρίμηνο, αλλά υποαπέδωσαν έναντι των εταιρικών ομολόγων υψηλής απόδοσης (HY), ενώ ουσιαστικά ήταν αμετάβλητη η συνολική απόδοση για τα κρατικά ομόλογα της Ευρωζώνης.

3 | Διαφορά Αποδόσεων 10-2 ΗΠΑ & Γερμανίας 4 | ΕΖ Πληθωρισμός & Απόδοση 2ετίας Γερμανίας



Πηγή: Datastream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

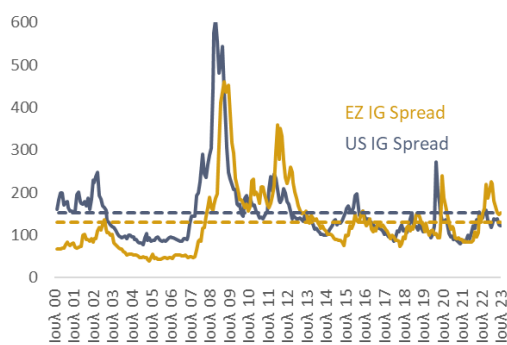
- Το Β' τρίμηνο του έτους, η **απόδοση των εταιρικών ομολόγων IG της Ευρωζώνης σημείωσε άνοδο 22 μβ στο 4,44%** ακολουθώντας μέρος της ανόδου των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης με κοντινές λήξεις. (Ενδεικτικά η απόδοση της γερμανικής 2ετίας ενισχύθηκε 51,5 μβ). Το spread των IG ομολόγων της ΕΖ διαμορφώθηκε στις 163 μβ στο τέλος του Β' τριμήνου, επιστρέφοντας κοντά στα επίπεδα που βρισκόταν στην αρχή του έτους (Διάγραμμα 5).
- Σύμφωνα με το στατιστικό μας υπόδειγμα που περιλαμβάνει μακροοικονομικές μεταβλητές και μεταβλητές της αγοράς, η εκτίμηση για το spread υποχώρησε ελαφρώς σε σχέση με το τέλος του Α' τριμήνου λόγω της υποχώρησης της μεταβλητότητας της μετοχικής αγοράς όπως αποτυπώνεται στον δείκτη VIX από 18,70 στα τέλη Μαρτίου σε 13,59 στα τέλη Ιουνίου (ιστορικά παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο). Αρνητικά επίδρασε η μείωση της προσφοράς χρήματος (M2) (αρνητική συσχέτιση με το spread) και η υποχώρηση του δείκτη οικονομικού κλίματος. Οι λοιπές μεταβλητές του υποδείγματος (η απόδοση του 2ετούς γερμανικού ομολόγου και η διαφορά των αποδόσεων 10ετίας-2ετίας) δεν είχαν ουσιαστική επίδραση στην μεταβολή της εκτίμησης το συγκεκριμένο διάστημα.
- Δεδομένης της εκτίμησής μας ότι ο δείκτης μεταβλητότητας VIX βρίσκεται σε «αφύσικα» χαμηλά επίπεδα, και ότι το spread συνήθως διευρύνεται κατά μέσο όρο στις 182 μβ σε περιόδους ύφεσης, εκτιμούμε ότι θα διευρυνθεί από τα τρέχοντα επίπεδα, ειδικά στην περίπτωση μια πιθανής υπερβολής από την πλευρά της ΕΚΤ στην σύσφιξη της περιοριστικής της πολιτικής. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα IG εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης.**
- Το spread των HY της ΕΖ σημείωσε πτώση στο Β' τρίμηνο από 481 μβ σε 443 μβ, σημειώνοντας μεγαλύτερη αποκλιμάκωση σε σχέση με τα IG, όπως συνέβη και στις ΗΠΑ. Το αντίστοιχο στατιστικό υπόδειγμα πολλαπλών μεταβλητών αναδεικνύει μία εκτίμηση για το spread, σημαντικά υψηλότερη από την πραγματική. Και σε αυτό το υπόδειγμα, η μεταβολή της καμπύλης των επιτοκίων δεν

είχε ουσιαστική επίδραση στην μεταβολή της εκτίμησης του spread σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Ωστόσο, η καθοδική μεταβολή της εκτίμησης ήταν ιδιαίτερα μεγάλη στην περίπτωση των ΗΥ, καθώς επηρεάζονται περισσότερο από τα ΙΓ, από την υποχώρηση της μεταβλητότητας των μετοχικών αγορών (Διάγραμμα 6) η οποία εκτιμούμε ότι είναι ασυνήθιστα χαμηλή δεδομένης της αύξησης των επιτοκίων, της σύσφιξης των οικονομικών συνθηκών, των μακροοικονομικών κινδύνων και των αυξημένων γεωπολιτικών εντάσεων. Η προοπτική για περαιτέρω σύσφιξη της ρευστότητας από την ΕΚΤ και η επιβράδυνσης της οικονομίας της Ευρωζώνης αυξάνουν τις πιθανότητες για νέα ανοδική πίεση στα ΗΥ spreads της ΕΖ, όπως και το γεγονός ότι σε περιόδους ύφεσης το spread διαμορφώνεται σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα (κατά μέσο όρο κοντά στις 999 μβ). **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα ΗΥ εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης.**

5.5 Αναδυόμενες Αγορές

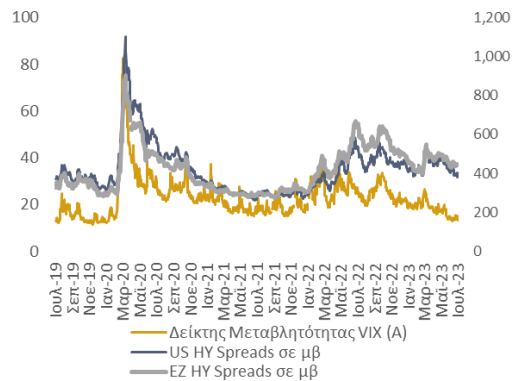
- Το ενδιαφέρον των επενδυτών για τα ομόλογα των αναδυόμενων αγορών παρέμεινε αυξημένο και το Β' τρίμηνο καθώς ο πληθωρισμός στις περισσότερες αναδυόμενες αγορές φαίνεται να έχει κορυφωθεί, ενώ παράλληλα οι βασικές κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων αγορών αναμένεται να ξεκινήσουν πρώτες με τις μειώσεις των επιτοκίων. Τα ομόλογα σε τοπικό νόμισμα (LC) υπεραπέδωσαν έναντι των εκδόσεων σε δολάρια (HC) ενώ παράλληλα όσον αφορά τις εκδόσεις σε «σκληρό» νόμισμα, υπεραπέδωσαν τα ομόλογα με την χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση (Distressed Debt, Ca/D). Η απόδοση των ομολόγων αναδυόμενων αγορών σε δολάριο ενισχύθηκε σε 7,53% από 7,36% που ήταν στο τέλος του Α' τριμήνου, επιστρέφοντας στα επίπεδα που βρέθηκε στα τέλη του 2022.

5 | US & EZ IG spreads



Πηγή: Datastream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6 | Δείκτης Μεταβλητότητας Vix με ΗΥ spreads



- Το spread των ομολόγων των αναδυόμενων αγορών (HC) διαμορφώθηκε στις 326 μβ τον Ιούνιο από 358 μβ στο τέλος του Μαρτίου. Εξετάζοντας το spread με πολλαπλές μεταβλητές (παράμετρος των εξαγωγών του δείκτη ISM, δείκτης μεταποίησης ISM, απόδοση 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ, τιμές εμπορευμάτων), η εκτίμηση βάσει του στατιστικού υποδείγματος διαμορφώνεται ελαφρώς υψηλότερα σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (στις 478 μβ από 462 μβ) και παραμένει υψηλότερη από την πραγματική. Στο ίδιο συμπέρασμα καταλήγουμε παρατηρώντας και την σχέση του spread των αναδυόμενων αγορών με το spread των αμερικανικών εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης, που έχουν ιστορικά υψηλή συσχέτιση.
- Η πορεία των spreads αναμένεται να εξαρτηθεί, κυρίως από την πορεία της αμερικανικής οικονο-



μίας (το spread διευρύνεται στις 619 μβ κατά μέσο όρο σε περιόδους ύφεσης στις ΗΠΑ), τις αποφάσεις της Fed καθώς πλησιάζει το τέλος της σύσφιξης της νομισματικής της πολιτικής, την πορεία του δολαρίου αλλά και την επιχειρηματική δραστηριότητα στις αναδυόμενες αγορές. Ένας παράγοντας που ενδέχεται να επηρεάσει το spread των ομολόγων των αναδυόμενων αγορών είναι και μια πιθανή διόρθωση των μετοχικών αγορών (δεδομένης της αναμενόμενης επιβράδυνσης/ύφεσης και των υψηλών αποτιμήσεων σε αρκετές αγορές). Σε αυτό το ενδεχόμενο, το spread πιθανότατα θα διευρυνθεί λαμβάνοντας ώθηση από την αποστροφή κινδύνου των επενδυτών και πιθανές εκροές κεφαλαίων. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας** καθώς οι αποτιμήσεις περιορίζουν την ανοδική πορεία των ομολόγων των αναδυόμενων αγορών.



06

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Το δολάριο παραμένει υπο-πίεση κυρίως λόγω της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού των ΗΠΑ σε συνδυασμό με την πιθανότητα για ήπια επιβράδυνση της αμερικανικής οικονομίας. Αλλάζουμε σε ήπια αρνητική την ουδέτερη άποψή μας βραχυπρόθεσμα, ενώ διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας σε ετήσιο ορίζοντα.

Η άποψή μας για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου έχει αλλάξει σε ουδέτερη από ήπια αρνητική βραχυπρόθεσμα, λόγω των παραπάνω προαναφερθέντων παραγόντων και της συνέχισης των αυξήσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Σε ετήσιο ορίζοντα η άποψή μας παραμένει ουδέτερη λόγω της πιθανής ύφεσης στην ΕΖ σε ενδεχόμενη ύφεση στις ΗΠΑ. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ισοτιμία δολάριο/γιεν δεδομένης της πιθανής αλλαγής ρητορικής της Fed και της απομάκρυνσης από τον έλεγχο των αποδόσεων της BoJ. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας βραχυπρόθεσμα για την ισοτιμία ευρώ/στερλίνα λόγω του ότι ο υψηλός πληθωρισμός θα οδηγήσει σε περισσότερες αυξήσεις την BoE, επιβαρύνοντας την οικονομία. Μακροπρόθεσμα αλλάζουμε την άποψη μας σε ήπια θετική από ουδέτερη γιατί η οικονομία του Η.Β. ενδέχεται να εισέλθει νωρίτερα και εντονότερα σε ύφεση από την ΕΖ.

6.1 Δολάριο ΗΠΑ

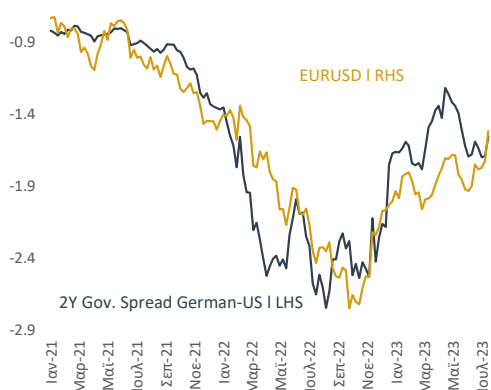
- **Αν και η αδυναμία του αμερικανικού δολαρίου περιορίστηκε στο Β' τρίμηνο του 2023, έχοντας ενισχυθεί οριακά (0,4%), διατηρεί, όμως, την καθοδική πορεία του από τις αρχές του έτους (-3,5%).** Η πιθανότητα μιας ύφεσης τόσο στις ΗΠΑ όσο και στον υπόλοιπο κόσμο, η αβέβαιη επανεκκίνηση της οικονομίας της Κίνας αλλά και η συνέχιση των αυξήσεων από τη Fed ενισχύουν το δολάριο. Από την άλλη, η πιθανότητα για ήπια υποχώρηση της οικονομίας των ΗΠΑ και του υπόλοιπου κόσμου, η μείωση της αύξησης του πληθωρισμού και το ενδεχόμενο υιοθέτησης ενισχυτικών μέτρων για την οικονομία από την κυβέρνηση της Κίνας, αποτελούν παράγοντες πίεσης του δολαρίου. Οι παράγοντες αυτοί ήταν αισθητοί τους τελευταίους μήνες στην αγορά με αποτέλεσμα το δολάριο να συνεχίζει να κινείται πτωτικά, παρά το στενό εύρος κίνησης των αμερικανικών κρατικών αποδόσεων. Συγκεκριμένα, η απόδοση της κρατικής 2ετίας κινήθηκε ανοδικά στις αρχές του Ιουλίου (φτάνοντας και το 5% ενώ το δολάριο παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα, υποχωρώντας κάτω του 99). Ωστόσο, οι επενδυτές εξακολουθούν και είναι θετικοί προς το νόμισμα αυτό με τις καθαρές κερδοσκοπικές θέσεις να βρίσκονται σε θετικό έδαφος (long), παρά την υποχώρησή τους κατά 5,5% από το τέλος του Α' τριμήνου. Το δολάριο εξακολουθεί και εμφανίζεται ακριβό καθώς συσχετίζοντας θεμελιώδη μακροοικονομικά στοιχεία (ομοσπονδιακό έλλειμμα, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, παραγωγικότητα και spread αποδόσεων ΗΠΑ-Κόσμου), η εκτίμηση για το δολάριο βρίσκεται έως 12% κάτω από τα σημερινά επίπεδα για το τέλος του έτους.

- **Η συνολική τεχνική εικόνα του δολαρίου διατηρείται αρνητική.** Βραχυπρόθεσμα, η άποψη μας έχει αλλάξει σε ήπια αρνητική από ουδέτερη καθώς η συνέχιση της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και η πιθανότητα για ήπια επιβράδυνση θα κρατήσει το δολάριο σε χαμηλά επίπεδα. Σε ετήσιο ορίζοντα, η άποψη μας αλλάζει σε ουδέτερη από ήπια αρνητική γιατί το ενδεχόμενο της ύφεσης στον υπόλοιπο κόσμο (Ευρώπη) λόγω της πιθανής ύφεσης στις ΗΠΑ θα ενισχύσει το πράσινο νόμισμα.

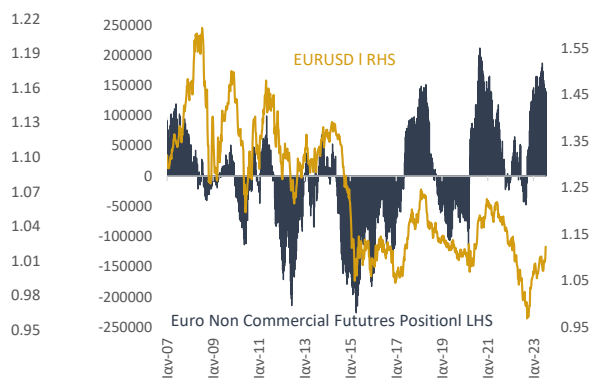
6.2 EURUSD

- **Η ισοτιμία EURUSD συνέχισε την θετική πορεία του Α' τριμήνου του 2023 (+1,25%) και στο Β' τρίμηνο (0,65%) και από τις αρχές του έτους βρίσκεται κοντά στο +5%.** Η καλύτερη εικόνα που είχε δημιουργηθεί στο Α' τρίμηνο του 2023 για την οικονομία της ΕΖ έχει αλλάξει προς το χειρότερο, καθώς αρκετοί μακροοικονομικοί δείκτες επιδεινώθηκαν. Σε συνδυασμό και με τα μακροοικονομικά στοιχεία της Κίνας που δείχνουν αδύναμη επανεκκίνηση της οικονομίας είχαν κρατήσει την ισοτιμία κάτω από το 1,10 στο Β' τρίμηνο. Από την άλλη, η συνέχιση των αυξήσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ, η απρόσμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού (στοιχεία Ιουλίου) στις ΗΠΑ αλλά και η πιθανότητα για ήπια οικονομική επιβράδυνση στις ΗΠΑ έχουν ενισχύσει την ισοτιμία το τελευταίο διάστημα, φτάνοντας και στα επίπεδα του 1,12. Παρατηρώντας το spread των αποδόσεων των 2ετών κρατικών ομολόγων μεταξύ Γερμανίας-ΗΠΑ, από τις αρχές του Β' τριμήνου έχει υποχωρήσει 21 μβ ενώ η ισοτιμία έχει ενισχυθεί +3,5% (Διάγραμμα 1). Παρά την υποχώρηση του spread, συνεχίζει και υποδηλώνει μια μέση τιμή για την ισοτιμία κοντά στην περιοχή του 1,12-1,13. Στα ενισχυτικά του ευρώ είναι και η μείωση της μεταβλητότητας (συγκεκριμένα η αύξηση του spread μεταξύ 1 έτους και 3 μηνών, δηλαδή μείωση της γενικότερης ανησυχίας για το ευρώ) καθώς και το γεγονός ότι οι καθαρές κερδοσκοπικές θέσεις παραμένουν θετικές (Διάγραμμα 2) και πάνω από τον μέσο όρο των τελευταίων δύο ετών. Επιπρόσθετα, συσχετίζοντας μεταβλητές της αγοράς, η εκτίμηση για την ισοτιμία βρίσκεται έως 3% υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα.

1 | EURUSD & 2ετές spread Γερμανίας - ΗΠΑ



2 | EURUSD & Καθαρές Κερδοσκ. Θέσεις σε €



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Η συνολική τεχνική εικόνα παραμένει θετική.** Η άποψή μας έχει αλλάξει σε ουδέτερη από ήπια αρνητική σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα καθώς η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ (αρνητικός παράγοντας για το δολάριο) και η συνέχιση των αυξήσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ,



ίσως στηρίξουν το ευρώ. Σε ετήσια βάση, η άποψή μας διατηρείται σε ουδέτερη, γιατί σε περίπτωση που η οικονομία των ΗΠΑ εισέλθει σε ύφεση, τότε θα ακολουθήσει και η οικονομία της ΕΖ. Ακόμη και στο σενάριο της ήπιας επιβράδυνσης της οικονομίας (soft landing) των ΗΠΑ, που ίσως αρχικά ενισχύσει την ισοτιμία, το ενδεχόμενο του επίμονου πληθωρισμού στις ΗΠΑ, μπορεί να οδηγήσει σε αλλαγή της ρητορικής της Fed (περιοριστική-αρνητική για το ευρώ). **Το αναμενόμενο τριμηνιαίο και ετήσιο εύρος αυξάνονται σε 1,0850 – 1,1274 (προηγ. 1,0740 - 1,1090) και 1,0740 – 1,1533 (προηγ. ήταν 1,0611 - 1,1274 με αύξηση στόχου στο 1,1200 (προηγ. ήταν 1,1100)).**

6.3 USDJPY

- **Η ανοδική κίνηση των αμερικανικών κρατικών αποδόσεων και η διατήρηση της χαλαρής νομισματικής πολιτικής από την Ιαπωνία έχει οδηγήσει το γιεν στα χαμηλά επίπεδα του Σεπτεμβρίου του 2022** (Διάγραμμα 3). Η διάθεση για ρίσκο που επικράτησε στις αγορές ήταν ένα άλλος παράγοντας υποχώρησης του γιεν. Το αρνητικό κλίμα στο ιαπωνικό νόμισμα αντικατοπτρίζεται και στην αγορά των παραγώγων, με τις καθαρές κερδοσκοπικές θέσεις σε γιεν να έχουν αυξηθεί (πώλησης-short) αποτελώντας εν δυνάμει παράγοντα πίεσης για το ιαπωνικό νόμισμα. Από την άλλη, ο υψηλός πληθωρισμός και η αύξηση του μισθολογικού κόστους αυξάνει τις πιθανότητες για κατάργηση του ελέγχου της καμπύλης των αποδόσεων ή αύξησης των επιτρεπόμενων ορίων διακύμανσης τους, με αποτέλεσμα την ενίσχυση του γιεν. Επιπρόσθετα, το επίπεδο του 145 αποτελεί πιθανό σημείο παρέμβασης της ΚΤ, όπως είχε γίνει το φθινόπωρο του 2022.
- **Η συνολική τεχνική εικόνα παραμένει σχετικά αρνητική για την ισοτιμία.** Η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική σε ετήσιο ορίζοντα καθώς η πιθανότητα μείωσης των επιτοκίων από τη Fed στο τέλος του έτους - αρχές του επόμενου) και παράλληλα η πιθανή απομάκρυνση από την πολιτική ελέγχου των αποδόσεων των επιτοκίων από την BoJ ίσως οδηγήσει χαμηλότερα τα spread των κρατικών αποδόσεων ΗΠΑ-Ιαπωνίας, επηρεάζοντας αρνητικά την ισοτιμία. Βραχυπρόθεσμα, το δολάριο ενδέχεται να υποχωρήσει από τα παρόντα επίπεδα έναντι του γιεν σε περίπτωση περαιτέρω αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού στις ΗΠΑ. **Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος αυξάνεται σε 129,73-143,10 (προηγ. 124,67-139,87) με αύξηση στόχου στο 131 (προηγ. 128).**

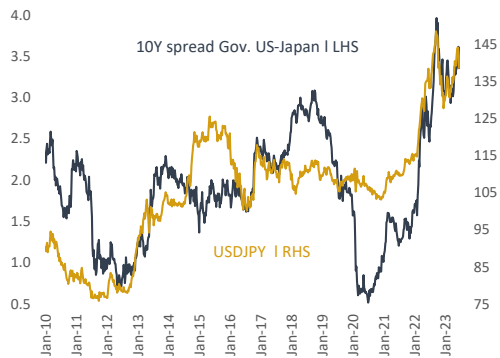
6.4 EURGBP

- **Η ισοτιμία EURGBP κατέγραψε πτωτική πορεία στο Β' τρίμηνο του 2023 (-2,2%) με τις συνολικές απώλειες να φτάνουν στο -3% από τις αρχές του έτους.** Η ενίσχυση της στερλίνας έναντι του ευρώ οφείλεται κατά βάση στην υποχώρηση των spread των 10ετών κρατικών ομολόγων μεταξύ Γερμανίας-Η.Β. Συγκεκριμένα, το παραπάνω spread υποχώρησε 80 μβ στο Β' τρίμηνο (85 μβ από τις αρχές του έτους) και η πτώση της ισοτιμίας ήταν κοντά στο 2% (Διάγραμμα 4). Ωστόσο, το μέγεθος της υποχώρησης της ισοτιμίας δεν ήταν ανάλογο της αντίστοιχης κίνησης του spread. Αυτό πιθανόν συμβαίνει γιατί η συνέχιση των αυξήσεων των επιτοκίων από την BoE θα επιβαρύνει ακόμα περισσότερο την ήδη επιδεινούμενη κατάσταση της οικονομίας. Δεδομένου ότι οι πληθωριστικές προσδοκίες στο Η.Β. (άνω του 3%) είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες στις ΗΠΑ και στην ΕΖ (κάτω του 3%), είναι πιθανό η BoE να προχωρήσει σε μεγαλύτερες ή και περισσότερες αυξήσεις των επιτοκίων, φέρνοντας πιο κοντά την οικονομία σε ύφεση. Χαρακτηριστικό του παραπάνω κλίματος είναι και η ενίσχυση των δικαιωμάτων αγοράς έναντι των δικαιωμάτων πώλησης για την ισοτιμία (risk reversals), η διαφορά των οποίων συνεχίζει να έχει θετικό πρόσημο. Συσχετίζοντας μεταβλητές της

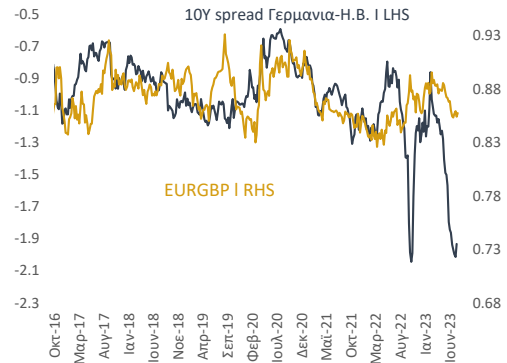


αγοράς (όπως το 2ετές spread κρατικών αποδόσεων και το 10ετές spread πληθωριστικών προσδοκίων μεταξύ Γερμανίας-Η.Β.), η εκτίμηση για την ισοτιμία βρίσκεται έως 1,4% υψηλότερα (από 4,5% που ήταν προηγουμένως) από τα τρέχοντα επίπεδα.

3 | USDJPY & 10ετές spread ΗΠΑ - Ιαπωνίας



4 | EURGBP & 10ετές spread Γερμ - Η.Β.



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Η συνολική τεχνική εικόνα έχει μεταβληθεί σε σχετικά αρνητική από σχετικά θετική.** Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω, διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Σε ετήσια βάση αλλάζουμε την άποψη μας σε σχετικά θετική από ουδέτερη γιατί η οικονομία του Η.Β. ενδέχεται να εισέλθει νωρίτερα και εντονότερα σε ύφεση από την ΕΖ, αποδυναμώνοντας την στερλίνα. **Το αναμενόμενο εύρος διατηρείται στο 0,8450-0,9150 με στόχο στο 0,8900.**



07

ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία που σχετίζονται με τις υψηλές πληθωριστικές πιέσεις δείχνουν να αποκλιμακώνονται, ωστόσο η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας παραμένει «εύθραυστη», με το ενδεχόμενο της ύφεσης να τοποθετείται προς το τέλος του 2023, λόγω της αυστηρής νομισματικής πολιτικής των Κεντρικών Τραπεζών.

Στο παραπάνω πλαίσιο, διατηρούμε ήπια αρνητική θέση στα εμπορεύματα και ουδέτερη στο πετρέλαιο και στο χρυσό. Παρατηρούμε, ότι οι πρόσφατες πιέσεις στα κυκλικά, κυρίως, εμπορεύματα έχουν ενσωματώσει μια σημαντική πιθανότητα ύφεσης.

- Τα εμπορεύματα στο Β' τρίμηνο του 2023 συνέχισαν να καταγράφουν απώλειες (-3,82%), καθώς η προοπτική της οικονομικής επιβράδυνσης κυριάρχησε στις αγορές, ταυτόχρονα με τη αναμικτή ανάκαμψη της κινεζικής οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης βιομηχανικών μετάλλων υποχώρησε σημαντικά (-11,65%), ο δείκτης ενέργειας κατέγραψε απώλειες 2,83%, ενώ λιγότερες απώλειες είχε ο δείκτης των αγροτικών προϊόντων (-2,29%). Ο δείκτης πολυτιμων μετάλλων υποχώρησε (-4,37%), με επίκεντρο τον χρυσό, ύστερα από τα κέρδη του προηγούμενου τριμήνου.
- Η αποδυνάμωση των οικονομικών επιδόσεων της κινεζικής οικονομίας επέδρασε αρνητικά στην ζήτηση για βιομηχανικά μέταλλα, πιέζοντας τις τιμές τους, ταυτόχρονα με την έλλειψη επενδύσεων και την υποχώρηση της μεταποιητικής δραστηριότητας, ενώ οι κίνδυνοι παρέμειναν στο επίκεντρο (Ταϊβάν, κλιμάκωση τεχνολογικού πολέμου ΗΠΑ-Κίνας). Χαρακτηριστική είναι η περίπτωση του χαλκού, η τιμή του οποίου κατέγραψε απώλειες κατά 8,63% (\$8.400/τόνος). Ωστόσο, οι αναλυτές εκτιμούν ότι η τιμή του χαλκού μακροπρόθεσμα αναμένεται να ενισχυθεί, υποστηριζόμενη από την μείωση των παγκόσμιων αποθεμάτων και εξαγωγών χαλκού καθώς και από την πράσινη ανάπτυξη.
- Η συνεχιζόμενη οικονομική αβεβαιότητα και ο κίνδυνος ενδεχόμενης ύφεσης στην παγκόσμια οικονομία έχουν επιδράσει αρνητικά στις τιμές των εμπορευμάτων από τις αρχές του έτους, με

1 | Δολαριακός δείκτης & Δείκτης Εμπ/των



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Δείκτης US Conference-Ετήσια (%) μετ. εμπ.





τις τιμές να καταγράφουν απώλειες κατά 10,96%. Χαρακτηριστικό είναι το διάγραμμα 2 όπου η συσχέτιση των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών (ΗΠΑ - Conference Board) με την υποχώρηση του δείκτη εμπορευμάτων αποτυπώνει το ενδεχόμενο να έχει προεξοφληθεί μια σημαντική πιθανότητα ύφεσης στις τιμές των εμπορευμάτων.

- Καθώς οι πληθωριστικές πιέσεις αποκλιμακώνονται, ενισχύοντας το ενδεχόμενο του τερματισμού του κύκλου σύσφιγξης από τη Fed, η δυναμική του δολαρίου προβλέπεται ότι θα εξασθενίσει (Διάγραμμα 1), μεσοπρόθεσμα, ενισχύοντας τη ζήτηση για εμπορεύματα, καθώς, μέχρι στιγμής, φαίνεται να υπερισχύει το σενάριο της ήπιας επιβράδυνσης, έναντι ύφεσης, για την αμερικανική οικονομία.
- Ανακεφαλαιώνοντας, η πιθανότητα ύφεσης της παγκόσμιας οικονομίας και οι σχετικά υψηλές τιμές των εμπορευμάτων αναμένεται να περιορίσουν την ζήτησή τους. Αντίθετα, η έλλειψη επενδύσεων, τα περιορισμένα αποθέματα και οι γεωπολιτικές εντάσεις προβλέπεται να διατηρήσουν τις τιμές τους σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Εκτίμησή μας είναι ότι **οι τιμές των εμπορευμάτων πιθανά να συνεχίσουν να δέχονται πτωτικές πιέσεις, με τους καθοδικούς κινδύνους (χαμηλή ανάπτυξη, υψηλός πληθωρισμός, αυξήσεις επιτοκίων) να συνεχίζουν να υπερτερούν την τρέχουσα περίοδο**, αλλά σε μικρότερο βαθμό από το προηγούμενο τρίμηνο.
- Η τεχνική εικόνα των εμπορευμάτων εμφανίζεται σχετικά αρνητική. Συνεπώς, διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.

7.1 Πετρέλαιο

- Σημαντικές απώλειες σημείωσαν οι διεθνείς πετρελαϊκές τιμές στο Β' τρίμηνο 2023 (WTI -6,65% & Brent -6,11%) καθώς διατηρήθηκαν οι φόβοι για επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας.
- Ωστόσο, σε πρόσφατη έκθεσή του (Ιούλιος 2023), ο ΟΠΕΚ+ αναθεώρησε ανοδικά την πρόβλεψή του για τον ρυθμό αύξησης της παγκόσμιας ζήτησης στα 2,4 εκατ. βαρέλια/ημέρα, διατηρώντας τις θετικές προοπτικές για την κινεζική οικονομία, με τη συνολική ζήτηση να αναμένεται στα 102,0 εκατ. βαρέλια το 2023. Αντίθετα, η ΙΕΑ, εξαιτίας της μακροοικονομικής αβεβαιότητας, περιορίσε την εκτίμησή της για την αύξηση της ζήτησης κατά 2,2 εκατ. βαρέλια/ημέρα το 2023 και συνολικά προβλέπεται σε 102,1 εκατ. βαρέλια, φτάνοντας σε επίπεδο-ρεκόρ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

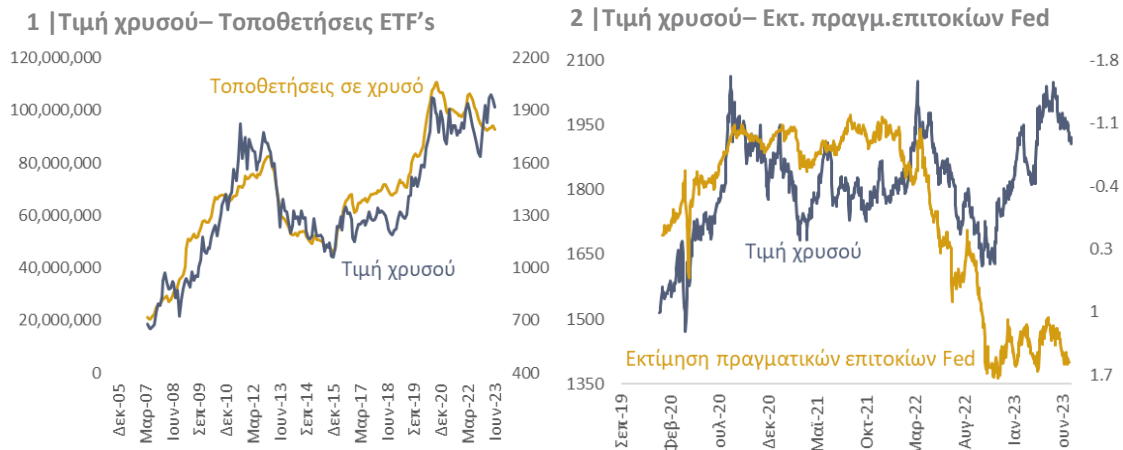


- Όσον αφορά την προσφορά, **τα μέλη του ΟΠΕΚ+, αποφάσισαν να παρατείνουν την μειωμένη πετρελαϊκή παραγωγή** (3,1 εκατ. βαρέλια/ημέρα), διατηρώντας τη μέχρι τον Αύγουστο του 2023, με πιθανότητα επέκτασης, γεγονός που αναμένεται να οδηγήσει σε σύσφιγξη την αγορά πετρελαίου το επόμενο διάστημα (Διάγραμμα 1). Ωστόσο, ο αντίκτυπος των περικοπών πιθανά να αμβλυνθεί από την αύξηση της παραγωγής από χώρες εκτός του συμμαχικού καρτέλ (ΗΠΑ, Καναδάς, Βραζιλία, Ιράν), προσφέροντας μια βραχύβια πιθανά ανακούφιση στην πετρελαϊκή αγορά.
- Συσχετίζοντας την προσφορά, την ζήτηση και το δολάριο, παρατηρούμε στο διάγραμμα 2 ότι όλα συνηγορούν σε χαμηλή πετρελαϊκή τιμή και σύμφωνα με το υπόδειγμά μας, η εκτίμηση μας για την «δίκαιη τιμή» του πετρελαίου προσδιορίζεται σε \$67 (από \$77), επίπεδο στο κάτω εύρος διαπραγμάτευσης των τελευταίων τεσσάρων μηνών στην αγορά (\$67-\$82). Θετική συνεισφορά είχε η μακροχρόνια τάση της ζήτησης, ενώ αρνητικά συνεισέφεραν η άνοδος του δολαρίου, τα αυξημένα πετρελαϊκά αποθέματα, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια και η κλίση της καμπύλης 10/2. Παράλληλα, οι ανησυχίες της αγοράς για τις αδύναμες παγκόσμιες προοπτικές φαίνεται να υπερίσχυαν έναντι των πετρελαϊκών περικοπών από τον ΟΠΕΚ+, με την αγορά να αναθεωρεί πτωτικά την πετρελαϊκή τιμή στα \$70/βαρέλι μέχρι το τέλος του 2023.
- Με βάση την παραπάνω ανάλυση, εκτιμούμε ότι **το ισοζύγιο στην παγκόσμια πετρελαϊκή αγορά αναμένεται να διατηρηθεί «σφιχτό»** μέχρι το τέλος του 2023, αν λάβουμε υπόψη και την πιθανότητα παράτασης των εθελοντικών περικοπών από μέλη του ΟΠΕΚ+. Ταυτόχρονα, εκτίμησή μας είναι ότι η πετρελαϊκή αγορά πιθανά να παραμείνει «εγκλωβισμένη» και στο επόμενο τρίμηνο μεταξύ της αβεβαιότητας για την επιτάχυνση ή μη της κινεζικής ζήτησης αργού αλλά και του αρνητικού αντίκτυπου των επιτοκιακών αυξήσεων, περιορίζοντας την ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας.
- **Η τεχνική εικόνα του πετρελαίου εμφανίζεται αρνητική.** Συνεπώς, διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας καθώς παρατηρείται μια προσπάθεια σταθεροποίησης στην πετρελαϊκή αγορά, με την πτώση των τιμών να έχουν ενσωματώσει μια σημαντική πιθανότητα ύφεσης.

7.2 Χρυσός

- **Η τιμή του χρυσού, στο τέλος του Β' τριμήνου 2023, διαμορφώθηκε στα \$1.919,35/ουγγιά, σημειώνοντας υποχώρηση κατά 2,54%** καθώς η άνοδος των αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και οι εκτιμήσεις για περαιτέρω αυξήσεις επιτοκίων (Fed), ενίσχυσαν τις πτωτικές πιέσεις στο πολύτιμο μέταλλο.
- Σύμφωνα με στοιχεία του World Gold Council, οι παγκόσμιες τοποθετήσεις σε χρυσό μέσω ETF's παρουσίασαν σημαντικές εκροές (-\$3,7δισ), προερχόμενες, κυρίως, από την Αμερική και την Ευρώπη, εξαιτίας της συνέχισης των αυξήσεων στα επιτόκια (Διάγραμμα 1), αντιστρέφοντας την εικόνα των εισροών του προηγούμενου τριμήνου λόγω της χρηματοπιστωτικής κρίσης στις ΗΠΑ. Όμως, σύμφωνα με την ίδια έκθεση, οι Κεντρικές Τράπεζες σκοπεύουν να αυξήσουν τα αποθέματά τους σε χρυσό περαιτέρω τους επόμενους 12 μήνες, ως μια προσπάθεια αντιστάθμισης απέναντι σε κάθε μορφής κινδύνων είτε χρηματοπιστωτικών, είτε γεωπολιτικού χαρακτήρα.

- **Αν και το προγενέστερο διάστημα η Fed διατήρησε την «επιθετική» στάση της στο θέμα των επιτοκίων, ενισχύοντας τις αποδόσεις των ομολόγων (10ετία: 3,83% από 3,46%, 2ετία: 4,89% από 4,02%), γεγονός που οδήγησε σε ανοδική πορεία τα πραγματικά επιτόκια, ο χρυσός διατήρησε το σχετικά υψηλό επίπεδο αποτίμησής του (Διάγραμμα 2).**



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Παράλληλα, η ενίσχυση των αποδόσεων μείωσε δραστικά τον όγκο των ομολόγων με αρνητικές αποδόσεις, κάτι το οποίο είχε αρνητική επίδραση στην τιμή του χρυσού. Ωστόσο, φαίνεται ότι και οι δύο παραπάνω παράγοντες, δεν επηρέασαν σημαντικά την τιμή του χρυσού, διατηρώντας την πάνω από το ψυχολογικό όριο των \$1.900.
- Επιπλέον, λαμβάνοντας υπόψη τους παραπάνω παράγοντες καθώς και την άνοδο του δολαρίου και την αρνητική κλίση της καμπύλης 10/2, η τιμή του χρυσού θα έπρεπε να βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο, όμως κάποιοι πρόσθετοι παράγοντες όπως η ενίσχυση των συνθηκών αβεβαιότητας, τα μειωμένα αποθέματα χρυσού, ο γεωπολιτικός κίνδυνος και η μεταβλητότητα του πληθωρισμού δύναται να συνεχίσουν να στηρίζουν θετικά την τιμή του.
- Όμως, αν ληφθεί υπόψη η μείωση του μεγέθους του ισολογισμού της Fed και της κυκλοφορίας χρήματος βάσει του ορισμού M2 που βαίνει μειούμενη, ο χρυσός δείχνει να είναι οριακά φθηνός σε σχέση με τα άλλα εμπορεύματα.
- Συνοψίζοντας, **ο χρυσός εξακολουθεί να παραμένει «παγιδευμένος»** μεταξύ της αβεβαιότητας για τη μελλοντική στάση της Fed στο θέμα των επιτοκίων, περιορίζοντας την ανοδική του πορεία και των ανησυχιών για την πορεία της διεθνούς οικονομίας, παράγοντας που θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό την εξέλιξη της τιμής του πολύτιμου μετάλλου.
- **Η τεχνική εικόνα του χρυσού εμφανίζεται σχετικά θετική. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας λόγω του υψηλού επιπέδου αποτιμήσεων.**



08

ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

8.1 Γενικό Σχόλιο

Βασιζόμενοι στον πίνακα «Τεχνική Εικόνα Βασικών Δεικτών», με **στοιχεία 7ης Ιουλίου 2023**, παρατηρούμε τα εξής:

- **Η συνολική τεχνική εικόνα των μετοχικών δεικτών που παρακολουθούμε παρουσίασε μεικτές μεταβολές σε σχέση με τον Απρίλιο.** Συγκεκριμένα βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα του αμερικανικού δείκτη S&P 600 SMALL CAP, του ιταλικού δείκτη FTSE MIB, του Γενικού Δείκτη του ΧΑ, του δείκτη των Αναδυόμενων Αγορών και αντιστράφηκε σε θετική η τεχνική εικόνα του ινδικού δείκτη MSCI EM INDIA. Αντιθέτως επιδεινώθηκε η τεχνική εικόνα του γερμανικού δείκτη DAX και του γαλλικού δείκτη CAC - σε θετική ωστόσο - καθώς και του βρετανικού δείκτη FTSE 100 (σε ουδέτερη). Σε επίπεδο κλάδων του S&P 500, βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα της Βιομηχανίας, των Πρώτων Υλών και των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, ενώ επιδεινώθηκε η τεχνική εικόνα της Υγείας, της Τεχνολογίας, των Μη Κυκλικών Προϊόντων και των Ακινήτων. Παράλληλα αντιστράφηκε σε σχετικά αρνητική η τεχνική εικόνα της Ενέργειας. Στα ομόλογα επιδεινώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα των κρατικών ομολόγων 10ετούς λήξης ΗΠΑ, των εταιρικών ομολόγων Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ και των εταιρικών ομολόγων Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ (σε θετική ωστόσο). Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες αντιστράφηκε σε σχετικά αρνητική η συνολική τεχνική εικόνα της ισοτιμίας EURGBP. Στα εμπορεύματα βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα του χαλκού.
- **Όσον αφορά την μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα σε σύγκριση με τον Απρίλιο, επιδεινώθηκε η τεχνική εικόνα του βρετανικού δείκτη FTSE 100, ενώ βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα του ιαπωνικού δείκτη TOPIX.** Επιπλέον αντιστράφηκε σε θετική η τεχνική εικόνα του ινδικού δείκτη MSCI EM INDIA. Στους επιμέρους κλάδους του S&P 500, αντιστράφηκε σε αρνητική η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα της Ενέργειας, επιδεινώθηκε η τεχνική εικόνα των Μη Κυκλικών Προϊόντων και των Ακινήτων ενώ βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα των Υπηρεσιών Επικοινωνίας. Στα ομόλογα επιδεινώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα κρατικών ομολόγων 10ετούς λήξης της Γερμανίας και των εταιρικών ομολόγων Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ (σε θετική). Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες βελτιώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα της ισοτιμίας EURUSD, ενώ αντιστράφηκε σε σχετικά αρνητική η τεχνική εικόνα της ισοτιμίας EURGBP. Στα εμπορεύματα επιδεινώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα του δείκτη των εμπορευμάτων (BLOOMBERG COMMODITY TR).
- Σε σύγκριση με την εβδομάδα που έκλεισε στις 30 Ιουνίου επιδεινώθηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα του πανευρωπαϊκού δείκτη EURO STOXX, του γαλλικού δείκτη CAC, του ισπανικού δείκτη IBEX, του δείκτη των Αναδυόμενων Αγορών MSCI EM και του ιαπωνικού δείκτη TOPIX. Σε επίπεδο κλάδων του S&P 500 επιδεινώθηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα της Υγείας και των Κυκλικών Προϊόντων, αντιστράφηκε σε σχετικά αρνητική η τεχνική εικόνα της Τεχνολογίας, ενώ βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα της Κοινής Ωφέλειας. Στα ομόλογα, επιδεινώθηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα των κρατικών ομολόγων 10ετούς λήξης της Γερμανίας, των εταιρικών ομολόγων Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ, των κρατικών ομολόγων Αναδυόμενων Αγορών σε δολάριο (οριακή επιδείνωση) και αντιστράφηκε σε σχετικά αρνητική η τεχνική εικόνα των εταιρικών ομολόγων Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ. Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες αντιστράφηκε σε αρνητική η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα του δείκτη του δολαρίου (DXY), ενώ βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα της ισοτιμίας EURGBP. **Στα εμπορεύματα βελτιώθηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα του πετρελαίου.**



8.2 Διαδικασία Τεχνικής Ανάλυσης

- Επιγραμματικά, η λειτουργία της μεθόδου συνίσταται στην ποσοτικοποίηση των ενδείξεων ευρέως χρησιμοποιούμενων δεικτών τεχνικής ανάλυσης, όπως είναι ο RSI (Relative Strength Index) και ο MACD (Moving Average Convergence/Divergence). Οι δείκτες αυτοί χρησιμοποιούνται για τη διατύπωση συμπερασμάτων σχετικά με τη δυναμική μιας αγοράς σε διάφορους ορίζοντες. Η μεθοδολογία που κατασκευάσαμε αντιστοιχεί τη φάση, στην οποία βρίσκεται ο κάθε δείκτης (RSI/ MACD), με την ιστορική σχέση απόδοσης - κινδύνου της υπό εξέταση αγοράς. Στη συνέχεια, χρησιμοποιώντας την εμπειρική κατανομή της αγοράς αυτής, κατηγοριοποιούμε την ένδειξη σε επτά ομάδες. Το εύρος από -0,5 έως 0,5 θεωρείται Ουδέτερο, από 0,5 έως 1,5 Σχετικά Θετικό, από 1,5 έως 2,5 Θετικό και άνω του 2,5 Πολύ Θετικό. Στον αντίποδα, το εύρος από -0,5 έως -1,5 θεωρείται Σχετικά Αρνητικό, από -1,5 έως -2,5 Αρνητικό και κάτω του -2,5 Πολύ Αρνητικό.
- Στην παραμετροποίηση της διαδικασίας του καθορισμού των φάσεων, βάζουμε στόχο μια συχνότητα αλλαγής φάσεων 1-3 μηνών, όταν χρησιμοποιούμε εβδομαδιαία στοιχεία, ενώ στη μηνιαία συχνότητα στοιχείων στοχεύουμε σε περίοδο 6-9 μηνών. Η ταχύτητα αλλαγής φάσης συμπίπτει με την ταχύτητα αλλαγής εκτίμησης για κάθε αγορά (εμμέσως με τον επενδυτικό ορίζοντα). Δίνοντας 25% βαρύτητα στα βραχυπρόθεσμα και 75% στα μεσοπρόθεσμα στοιχεία, προσπαθούμε να βρούμε τη «χρυσή τομή» ανάμεσα στο να αποφεύγουμε τις πολλές κινήσεις και στο να έχουμε έγκαιρες προειδοποιήσεις αλλαγής τάσης.



Τεχνική Εικόνα Βασικών Δεικτών

Στοιχεία Ημερομηνίας: 7 Ιουλίου 2023

Δείκτης	Συνολική Αξιολόγηση*	Βραχυπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα Εβδομαδιαία Αξιολόγηση	Μεσοπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα Μηνιαία Αξιολόγηση	Μεταβολή Συνολικής Αξιολόγησης
1 S&P 500 Index	2.3	2.3	2.3	0.0
2 S&P 500 INDUSTRIALS	2.6	2.3	2.6	0.1
3 S&P 500 HEALTH CARE	-0.1	-0.3	-0.1	-0.7
4 S&P 500 ENERGY	-0.8	1.5	-1.5	-1.6
5 S&P 500 INFORM. TECH	1.2	-0.5	1.8	-0.3
6 S&P 500 CONS. DISCRET.	2.4	2.5	2.3	0.5
7 S&P 500 CONS. STAPLES	0.4	0.4	0.4	-2.0
8 S&P 500 MATERIALS	0.6	2.2	0.1	0.2
9 S&P 500 COMMUN. SERVICES	1.8	0.9	2.0	0.6
10 S&P 500 UTILITIES	-1.0	1.5	-1.8	-0.2
11 S&P 500 REAL ESTATE	0.5	1.7	0.2	-1.2
12 S&P 500 FINANCIALS	0.6	1.8	0.3	0.1
13 S&P 600 SMALL CAP Index	0.8	2.0	1.0	1.0
14 EURO STOXX Index	1.6	-1.8	2.8	-0.8
15 DAX Index	1.7	-1.3	2.8	-0.9
16 FTSE 100 Index	-0.1	-1.8	0.5	-2.6
17 CAC Index	1.5	-1.8	2.6	-1.0
18 IBEX Index	1.7	0.2	2.3	-0.2
19 FTSE MIB Index	2.3	1.9	2.4	0.8
20 ASE Index	2.2	2.1	2.2	0.8
21 MSCI EM Index	1.7	0.1	2.2	0.9
22 MSCI EM INDIA Index	1.9	2.4	1.7	2.5
23 MSCI CHINA Index	1.1	-0.6	1.7	0.3
24 TOPIX Index	2.1	0.4	2.6	0.4
25 DOLLAR Index	-2.0	-1.5	-2.2	-0.4
26 EURUSD	1.9	1.7	1.9	0.3
27 EURGBP	-0.6	1.2	-1.2	-1.9
28 USDJPY	-0.7	2.2	-1.6	0.0
29 BLOOMBERG GOLD TR	1.2	-1.4	2.1	-0.1
30 BLOOMBERG WTI CRUDE OIL TR	-1.3	-0.4	-1.5	-0.4
31 BLOOMBERG COPPER TR	1.6	1.2	1.7	0.7
32 BLOOMBERG COMMODITY Index TR	-0.8	1.3	-1.5	0.0
33 S&P GSCI AGRICULTURAL Index Spot	-1.8	-1.9	-1.8	0.0
34 US 10YR FUTURES	1.0	-1.9	1.9	-0.9
35 German 10YR FUTURES	0.7	-1.6	1.4	-0.1
36 iBOXX USD LIQUID INVESTMENT GRADE Index	1.5	-1.6	2.5	-1.2
37 iBOXX USD LIQUID HIGH YIELD Index	2.1	-0.8	3.1	-0.8
38 J.P. MORGAN EMBI GLOBAL CORE Index	2.7	2.5	2.8	0.0

Επεξηγήσεις:

Βραχυπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα: Χρονικός ορίζοντας 1-3 μήνες

Μεσοπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα: Χρονικός ορίζοντας 6-9 μήνες

* Στάθμιση: 25% βραχυπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα, 75% Μεσοπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα

Πολύ Αρνητική ≤ -2.5	Αρνητική -2.5 < ≤ -1.5	Σχετικά Αρνητική -1.5 < ≤ -0.5	Ουδέτερη -0.5 < < 0.5	Σχετικά Θετική 0.5 ≤ < 1.5	Θετική 1.5 ≤ < 2.5	Πολύ Θετική 2.5 ≤
--------------------------------	----------------------------------	--	---------------------------------	--------------------------------------	------------------------------	-----------------------------

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας καθώς οι αποτιμήσεις παραμένουν σε υψηλά επίπεδα.
Ευρωζώνης	Αρνητική	Υποβαθμίζουμε την άποψή μας σε αρνητική από ήπια αρνητική για την ΕΖ. Λαμβάνοντας υπόψη την επιδείνωση των μακροοικονομικών στοιχείων της οικονομίας το τελευταίο διάστημα αλλά και το ενδεχόμενο ύφεσης, τα ρίσκα για τις μετοχικές αγορές της ΕΖ είναι προς τα κάτω.
Ην. Βασίλειο	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για το Η.Β. Αν και βρίσκεται σε φθηνά επίπεδα σε σχέση με τις άλλες αναπτυσσόμενες αγορές, ο υψηλός πληθωρισμός και η συνέχιση των αυξήσεων των επιτοκίων από την BoE θα λειτουργήσουν αρνητικά στην ήδη επιβαρυσμένη οικονομία.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία. Δεδομένου ότι οι περισσότερες εταιρείες της ιαπωνικής αγοράς είναι εξαγωγικές, των αυξημένων πιθανοτήτων για αλλαγή της ρητορικής της BoJ (θετικό για το γιεν) και του ενδεχομένου ύφεσης στον υπόλοιπο κόσμο, τα ρίσκα για τον ιαπωνικό δείκτη είναι προς τα κάτω.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές, λόγω του ότι ορισμένες αναδυόμενες χώρες είναι πιο κοντά στο να ξεκινήσουν την χαλάρωση της νομισματικής τους πολιτικής.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ήπια Θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ καθώς πλησιάζει το τέλος της σύσφιξης της νομισματικής πολιτικής από τη Fed. Δεδομένης της αργής αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, όποια αποκλιμάκωση των αποδόσεων θα είναι σταδιακή και ευμετάβλητη.
Κρατικά Ευρωζώνης	Ήπια Θετική	Το βάρος των πιθανοτήτων (χαμηλή ανάπτυξη, υψηλός πληθωρισμός) αρχίζει πλέον να εννοεί την προεξόφληση μιας πιο αδύνατης ανάπτυξης. Παράλληλα, παρατηρούμε και τεχνικά σημάδια εξασθένησης της ανοδικής κίνησης των ευρωπαϊκών αποδόσεων. Αναβαθμίζουμε την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα σε ήπια θετική.
Κρατικά Αναδυόμενων Αγορών	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη για τα κρατικά ομόλογα Αναδυόμενων αγορών καθώς οι υψηλές αποτιμήσεις περιορίζουν την ανοδική πορεία των ομολόγων τους.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα IG ομόλογα ΗΠΑ καθώς πιστεύουμε ότι παραμένουν οι αντισταθμιστικοί παράγοντες που περιγράψαμε το προηγούμενο τρίμηνο, οι οποίοι τουλάχιστον υποστηρίζουν μια συνολική ουδέτερη στάση για την συγκεκριμένη κατηγορία επένδυσης.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας στα HY ομόλογα ΗΠΑ καθώς έχουν αυξηθεί οι πιθανότητες επιδείνωσης των θεμελιωδών μεγεθών εταιρειών με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση και πιθανά αναμένεται μεγαλύτερος αριθμός χρεοκοπιών στις ΗΠΑ ως αποτέλεσμα των αυστηρότερων κριτηρίων δανεισμού.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ήπια αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας στα IG ομόλογα της Ευρωζώνης καθώς εκτιμούμε ότι θα διευρυνθεί περαιτέρω το spread από τα τρέχοντα επίπεδα, ειδικά στην περίπτωση μια πιθανής υπερβολής από την πλευρά της ΕΚΤ στη σύσφιξη της πολιτικής της.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια αρνητική	Η προοπτική για περαιτέρω σύσφιξη της ρευστότητας από την ΕΚΤ και η επιβράδυνση της οικονομίας της Ευρωζώνης αυξάνουν τις πιθανότητες για νέα ανοδική πίεση στα HY spreads της Ευρωζώνης. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα HY ομόλογα της Ευρωζώνης.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Ήπια Αρνητική	Η άποψή μας έχει αλλάξει σε ουδέτερη από ήπια αρνητική σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Σε ετήσια βάση, η άποψή μας διατηρείται ουδέτερη. Το αναμενόμενο τριμηνιαίο και ετήσιο εύρος αυξάνονται σε 1,0850 – 1,1274 και 1,0740 – 1,1533 αντίστοιχα με αύξηση στόχου στο 1,1200.
USDJPY	Ήπια Αρνητική	Η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική σε ετήσιο ορίζοντα. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος αυξάνεται σε 129,73-143,10 με αύξηση στόχου στο 131.
EURGBP	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας βραχυπρόθεσμα ενώ σε ετήσια βάση αλλάζουμε την άποψη μας σε ήπια θετική από ουδέτερη. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος διατηρείται στο 0,8450-0,9150 με στόχο στο 0,8900.
Εμπορεύματα		
Εμπορεύματα	Ήπια αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας στα εμπορεύματα καθώς οι καθοδικοί κίνδυνοι (χαμηλή ανάπτυξη, υψηλός πληθωρισμός, αυξήσεις επιτοκίων) αναμένεται να συνεχίσουν να υπερτερούν την τρέχουσα περίοδο, ωστόσο σε μικρότερο βαθμό από το προηγούμενο τρίμηνο.
Χρυσός	Ουδέτερη	Ο χρυσός εξακολουθεί να παραμένει "παγιδευμένος" μεταξύ της αβεβαιότητας για τη μελλοντική στάση της Fed στο θέμα των επιτοκίων και των ανησυχιών για την πορεία της διεθνούς οικονομίας, αν και η τεχνική του εικόνα εμφανίζεται σχετικά θετική. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας στο πετρέλαιο, καθώς παρατηρείται μια προσπάθεια σταθεροποίησης στην πετρελαϊκή αγορά, με την πτώση των τιμών να έχουν ενσωματώσει μια σημαντική πιθανότητα ύφεσης.



ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεκκός Ηλίας
Chief Economist

Lekkosi@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 328 8120

Πατίκης Βασίλειος
Head

Patikisv@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 373 9178

Παπιώτη Λιάνα
Adm. Assistant

PapiotiE@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 νομίματα, 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 λουτών 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 προνομακές 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 διερευνήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.

Η «Επενδυτική Στρατηγική - 3ο Τρίμηνο 2023» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση
<http://www.piraeusholdings.gr/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>



ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ