

Δ' Τρίμηνο 2024



Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	2
2. Οικονομία	7
2.1 ΗΠΑ	7
2.2 Ευρωζώνη	9
2.3 Ιαπωνία	11
2.4 Κίνα	12
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας	13
3. Μετοχές	14
3.1 ΗΠΑ	14
3.2 Ευρωζώνη	16
3.3 Ιαπωνία Αναδυόμενες Κίνα	18
4. Ομόλογα	19
4.1 ΗΠΑ Κρατικά	19
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	20
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	21
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά	22
5. Συνάλλαγμα	23
5.1 EURUSD	23
5.2 USDJPY EURGBP	24
6. Εμπορεύματα	25
6.1 Πετρέλαιο	25
6.2 Χρυσός	26
7. Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων	27
8. Παράρτημα	28

01 Εισαγωγή

Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον: ΗΠΑ και Ευρωζώνη σε διαδικασία μετάβασης σε νέα φάση του οικονομικού κύκλου. Η Κίνα σε πρόσκαιρη ανάκαμψη.

Εξετάζοντας την ιστορική πορεία της κάθε οικονομίας μέσα σε μια μεγάλη χρονική κλίμακα, η μετάβαση της από τη μια φάση του οικονομικού κύκλου στην επόμενη μοιάζει προφανής και αναπόφευκτη. Αντίθετα, η ανάλυση σε πραγματικό χρόνο των φάσεων του οικονομικού κύκλου και κυρίως **η ανίχνευση του σημείου καμψής που σημαδεύει το σημείο μετάβασης από τη μια φάση του κύκλου στην επόμενη είναι μια πολύ πιο δύσκολη και αβέβαιη διαδικασία. Αυτό συμβαίνει επειδή η πορεία εναλλαγής των φάσεων του οικονομικού κύκλου:**

α) δεν είναι γραμμική. Στην πλειοψηφία τους οι μακροοικονομικές μεταβλητές δεν κινούνται μονοσήμαντα προς μια κατεύθυνση π.χ. οι τιμές του πληθωρισμού είναι πολύ πιθανό να παρουσιάζουν σημαντικές αυξομειώσεις σε μηνιαία βάση γεγονός που δύναται να μας εμποδίσει να διαγνώσουμε με υψηλή βεβαιότητα τη γενικότερη πτωτική του τάση- η οποία εκ των υστέρων είναι πολύ πιθανό να φαντάζει προφανής.

β) επηρεάζεται από πλήθος μεταβλητών με αντικρουόμενη πορεία. Η προσπάθεια ανίχνευσης της τρέχουσας φάσης του οικονομικού κύκλου περιπλέκεται δε ακόμα περισσότερο από το γεγονός ότι διαφορετικές μακροοικονομικές μεταβλητές δύναται να μεταδίδουν αντιφατικά μηνύματα αναφορικά με τα επίπεδα οικονομικής δραστηριότητας. Χαρακτηριστική είναι η αντίφαση ανάμεσα στους ρυθμούς αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στις ΗΠΑ, οι οποίοι κυμαίνονται στα επίπεδα του 2,5% με 3%, τη στιγμή που ο δείκτης εμπιστοσύνης στην μεταποίηση παραμένει για 6 συνεχόμενους μήνες κάτω από τις 50 μονάδες (δηλαδή σε επίπεδα ύφεσης).

Βάσει αυτού του σκεπτικού σε 6 με 12 μήνες θα γνωρίζουμε με βεβαιότητα σε ποια φάση του οικονομικού κύκλου πρόκειται να μεταβούν οι οικονομίες των ΗΠΑ και της Ευρωζώνης. Ωστόσο στην παρούσα χρονική συγκυρία **είναι εξαιρετικά αβέβαιο εάν στην οικονομία των ΗΠΑ πρόκειται να επικρατήσει το σενάριο της ήπιας επιβράδυνσης** (δηλαδή ρυθμοί μεταβολής του ΑΕΠ 1,5%-2%) **ή αυτό της ρηχής ύφεσης** (με χαμηλότερους ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ κοντά στο 1%). Το τελικό αποτέλεσμα θα εξαρτηθεί από την πορεία της δημοσιονομικής πολιτικής και τα επίπεδα κατανάλωσης των αμερικάνικων νοικοκυριών.

Αντίστοιχα και **η οικονομία της Ευρωζώνης δεν είναι καθόλου ξεκάθαρο εάν όντως θα επιταχυνθεί από 0,5% το 1^ο εξάμηνο του 2024 στα επίπεδα του 1,4% το 2025 όπως αναμένει η πλειοψηφία των αναλυτών ή θα παραμείνει στην υφιστάμενη κατάσταση στασιμότητας.**

Τέλος, **η περίπτωση της Κίνας είναι ιδιαίζουσα** καθώς υπό την πίεση της συνεχιζόμενης οικονομικής επιβράδυνσης και την πτωτικής πορείας της αγοράς ακινήτων, **η Κεντρική Τράπεζα και η κυβέρνηση υποχρεώθηκαν να ανακοινώσουν συνδυαστική δέσμη μέτρων στήριξης αρχικά του χρηματιστηρίου και σε δεύτερη φάση της οικονομίας.** Η άποψη μας ωστόσο είναι ότι οποιαδήποτε τέτοια μέτρα μπορούν να στηρίξουν τις αγορές μόνο βραχυπρόθεσμα,

δίνοντας έτσι τη δυνατότητα σε πολλούς – κυρίως εξωτερικούς – επενδυτές να αποεπενδύσουν από τις κινεζικές μετοχές με περιορισμένες απώλειες. Καθώς όμως τα μέτρα αυτά δεν συμβάλουν στην αντιμετώπιση των δομικών αδυναμιών της κινεζικής οικονομίας, όπως ο υπερβολικός δανεισμός, η ασθενής κατανάλωση και η υπερβολική εξάρτηση στις εξαγωγές- δεν πρόκειται να μεταβάλουν τις μακροχρόνιες προοπτικές της κινεζικής οικονομίας.

Νομισματική Πολιτική: Αλλαγή του αφηγήματος προς πιο επιθετικές μειώσεις επιτοκίων.

Μετά από μια μεγάλη περίοδο στασιμότητας, **οι εξελίξεις στον τομέα της νομισματικής πολιτικής έχουν υπάρξει καταϊγιστικές**, οδηγώντας στην ανατροπή του έως τώρα επικρατέστερου αφηγήματος. Σύμφωνα με την προγενέστερη ανάγνωση των εξελίξεων, η σταδιακή υποχώρηση του πληθωρισμού και στις δύο πλευρές του Ατλαντικού θα επέτρεπε στη μεν ΕΚΤ να προχωρήσει σε τριμηνιαίες μειώσεις επιτοκίων, ενώ η Fed θα ακολουθούσε με πολύ πιο συντηρητικά βήματα. Οι πιο πρόσφατες εξελίξεις έχουν οδηγήσει σε μια ριζική αναθεώρηση των υφιστάμενων προσδοκίων υπέρ μιας πολύ πιο επιθετικής πολιτικής χαλάρωσης των νομισματικών συνθηκών τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην Ευρωζώνη. Πλέον οι προσδοκίες για το ύψος των επιτοκίων σε μεσοπρόθεσμο ορίζονται διαμορφώνονται στα επίπεδα του 2,8% στις ΗΠΑ και 1,8% στην Ευρωζώνη. Αυτά τα επίπεδα επιτοκίων ταυτίζονται με τις εκτιμήσεις των Κεντρικών Τραπεζών για τα επίπεδα μακροχρόνιας ισορροπίας των επιτοκίων.

Τα ζητούμενα πλέον στο πεδίο της νομισματικής πολιτικής είναι τα εξής: α) εάν οι εκτιμήσεις των Κεντρικών Τραπεζών για τα επίπεδα μακροχρόνιας ισορροπίας των επιτοκίων είναι ορθά και β) δεδομένων αυτών των εκτιμήσεων, εάν αρκεί η νομισματική πολιτική σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη να συγκλίνει σταδιακά προς αυτά τα επιτόκια ή εάν θα χρειαστούν μειώσεις πέρα και χαμηλότερα από αυτά. **Με άλλα λόγια το επόμενο χρονικό διάστημα θα διαπιστώσουμε εάν το τελικό επίπεδο των επιτοκίων στον τρέχοντα κύκλο χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής θα διαμορφωθεί στο 2,75% (ΗΠΑ) και 1,75% (Ευρωζώνη) ή εάν θα χρειαστεί να υποχωρήσουν τα επιτόκια σε ακόμα χαμηλότερα επίπεδα.**

Από τη (Μάκρο) Οικονομία στις Αγορές: Επιπτώσεις του Οικονομικού κύκλου στις Αγορές.

Η ανάλυση και η πρόβλεψη των φάσεων του οικονομικού κύκλου δεν αποτελεί μια εσωτερική συζήτηση μεταξύ οικονομολόγων και αναλυτών. Αντίθετα έχει άμεσο αντίκτυπο στις επενδυτικές επιλογές μετοχικών και ομολογιακών χαρτοφυλακίων.

Όπως προαναφέραμε τη δεδομένη χρονική συγκυρία υπάρχουν σημαντικές αβεβαιότητες αναφορικά με τη μετάβαση της οικονομίας των ΗΠΑ είτε στη φάση της ήπιας επιβράδυνσης είτε στη φάση της ρηχής ύφεσης. Το σενάριο της ήπιας μόνο επιβράδυνσης με παράλληλη μείωση των επιτοκίων είναι εξαιρετικά ευνοϊκό για το σύνολο των επενδυτικών επιλογών υψηλού ρίσκου όπως μετοχές, εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων κλπ. Αντίθετα το σενάριο της ρηχής ύφεσης μπορεί να οδηγήσει σε σημαντικές διορθώσεις στις επενδύσεις υψηλού ρίσκου, ιδιαίτερα εάν λάβουμε υπόψη μας τα υψηλά επίπεδα τρεχουσών αποτιμήσεων.

Κατά συνέπεια και λαμβάνοντας υπόψη τα υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας αναφορικά με τη φάση

του οικονομικού κύκλου επιλέγουμε να διαμορφώσουμε τις επιλογές μας με ένα τρόπο που θα μας επιτρέψει να ωφεληθούμε και στα δυο εναλλακτικά σενάρια. Πιο συγκεκριμένα διατηρούμε τις προτιμήσεις μας στους λεγόμενους αμυντικούς κλάδους όπως Κοινή Ωφέλεια, "Dividend Aristocrats" και επιλέγουμε τον κλάδο της Υγείας (των οποίων τα κέρδη παραμένουν ανθεκτικά σε περίπτωση ύφεσης). Ταυτόχρονα διατηρούμε την προτίμηση μας σε κυκλικούς κλάδους όπως η Ενέργεια και ο Τραπεζικός, ο οποίος έχει υψηλή μερισματική απόδοση και θα ωφεληθεί από την άνοδο της αξίας των ομολογιακών χαρτοφυλακίων τα οποία διακρατούν τα τραπεζικά ιδρύματα.

Τέλος στο κομμάτι των κρατικών ομολόγων, **η αυξημένη προτίμηση μας στις αγορές αυτές έχει δικαιωθεί πλήρως.** Η έντονη υποχώρηση των αμερικανικών επιτοκίων μας οδηγεί στο συμπέρασμα ότι το μεγαλύτερο τμήμα των προσδοκώμενων μειώσεων επιτοκίων έχει ήδη ενσωματωθεί στα τρέχοντα επίπεδα τιμών των Αμερικανικών κρατικών ομολόγων. **Ως εκ τούτου υποβαθμίζουμε τις προτιμήσεις μας από θετικές σε ήπια θετικές.** Αντίθετα **στο σκέλος των Ευρωπαϊκών κρατικών ομολόγων** εκτιμούμε ότι σύντομα η ΕΚΤ θα αναγκαστεί να μειώσει τα επιτόκια της σε επίπεδα χαμηλότερα του αναμενόμενου. Για το λόγο αυτό **διατηρούμε την έντονα θετική προτίμηση μας.**

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Έχοντας διαμορφώσει μια επενδυτική στρατηγική με βάση δυο σενάρια- αυτό της ήπιας επιβράδυνσης και αυτό της ρηχής ύφεσης - **το ρίσκο έγκειται στην τελική επικράτηση ενός τρίτου εναλλακτικού σεναρίου σύμφωνα με το οποίο η πορεία αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και σύγκλισης του στα επίπεδα-στόχου των Κεντρικών Τραπεζών θα εξελιχθεί με πολύ πιο αργό ρυθμό έναντι των υφιστάμενων προβλέψεων.** Σε αυτή την περίπτωση είναι πολύ πιθανή η μετατόπιση των καμπυλών επιτοκιακών αποδόσεων εκ νέου προς τα επάνω γεγονός που θα έχει αρνητικές συνέπειες τόσο για τις ομολογιακές αγορές όσο και για την πορεία των αμυντικών κλάδων καθώς και των κλάδων που ωφελούνται από τα χαμηλότερα επιτόκια.

Ηλίας Λεκκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Επενδυτικές Απόψεις

Δ' Τρίμηνο 2024

Global Asset Allocation	-	Neutral			+
Μετοχές			■		
Κρατικά Ομόλογα				■ ←	
Εταιρικά Ομόλογα			■ ←	■	
Εμπορεύματα			■		
Μετρητά				■	

Επιμέρους Επιλογές

Μετοχές	-	Neutral			+
ΗΠΑ			■		
Ευρωζώνης			■		
Ιαπωνίας					
Αναδ. Αγορών				■	

Κρατικά Ομόλογα	-	Neutral			+
ΗΠΑ				■ ←	
Ευρωζώνης					■

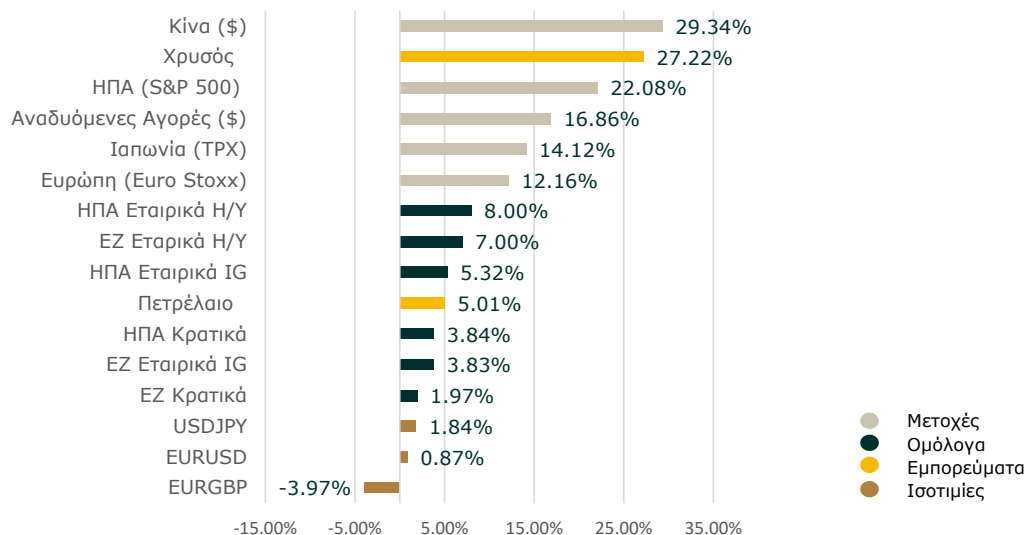
Εταιρικά Ομόλογα	-	Neutral			+
IG ΗΠΑ			■ ←		
IG Ευρωζώνης				■	
HY ΗΠΑ			■		
HY Ευρωζώνης					

Εμπορεύματα	-	Neutral			+
Χρυσός			■		
Πετρέλαιο				■	

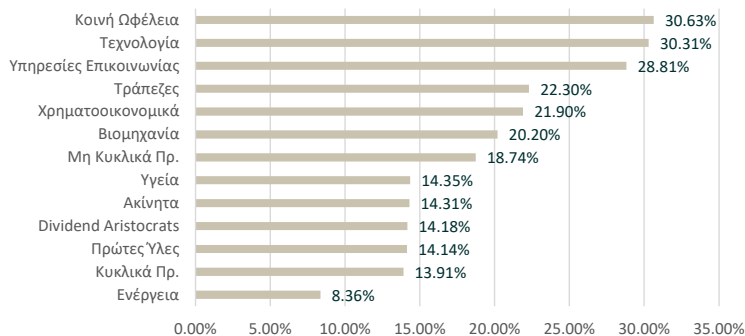
■ Τρέχουσα Άποψη
■ Προηγούμενη Άποψη

Απόδοση από την αρχή του έτους

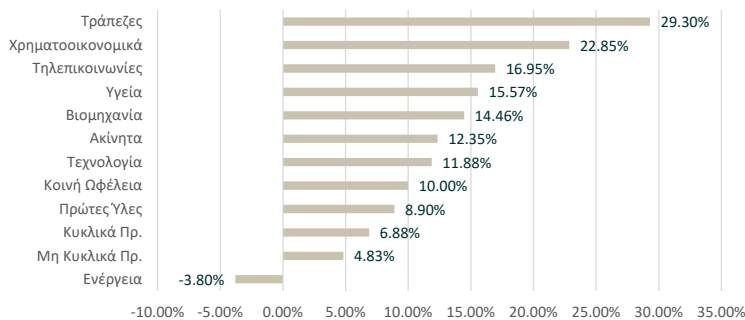
Συνολική Απόδοση (ΥΤD%)



ΗΠΑ Κλάδοι - Συνολική Απόδοση (ΥΤD %)



ΕΖ Κλάδοι - Συνολική Απόδοση (ΥΤD %)

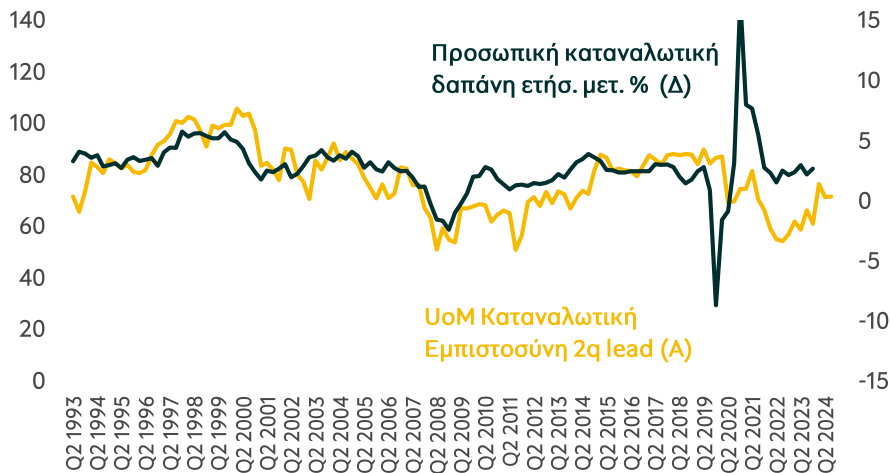


02 Οικονομία

2.1 ΗΠΑ: Πληθαίνουν οι ενδείξεις συγκράτησης στην αγορά εργασίας

- **Η αμερικανική οικονομία παρουσίασε μεγαλύτερη δυναμική από την αναμενόμενη το Β' τρίμηνο του 2024, με την οικονομία να αναπτύσσεται με ρυθμό 3,0%** (σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση) ενώ παράλληλα ο ρυθμός ανάπτυξης του Α' τριμήνου αναθεωρήθηκε στο 1,6% από 1,4%. Η ιδιωτική κατανάλωση επιταχύνθηκε από 1,9% σε 2,8% αποτελώντας τον κύριο παράγοντα της ανάπτυξης. Η κατανάλωση στον τομέα των υπηρεσιών και των αγαθών αυξήθηκε 2,7% και 3,0% αντίστοιχα, σε αντίθεση με το Α' τρίμηνο όπου η κατανάλωση σε υπηρεσίες ενισχύθηκε 1,9% και η κατανάλωση αγαθών υποχώρησε 1,2%. Η κατανάλωση παρέμεινε ανθεκτική (Διάγραμμα 1) καθώς οι καταναλωτές δεν φάνηκαν διατεθειμένοι να αλλάξουν τις καταναλωτικές τους συνήθειες λόγω της ισχυρής αγοράς εργασίας. Πιο αδύναμα από τα αναμενόμενα ήταν ωστόσο τα μακροοικονομικά στοιχεία του ατομικού εισοδήματος και των ατομικών δαπανών τον Αύγουστο. **Τα οικονομικά στοιχεία στο σύνολό τους είναι συνεπή με την πρόβλεψή μας για έναν ήπιο ρυθμό ανάπτυξης (soft landing) πλησίον του 2% για το σύνολο του 2024**, χαμηλότερα από την εκτίμηση του consensus αλλά πιο κοντά στο άνω εύρος που αναμέναμε προηγουμένως. Για το 2025 αναμένουμε ρυθμό ανάπτυξης κάτω του 2%.
- **Μετά τις αρνητικές εκπλήξεις στην αρχή του έτους, ο πληθωρισμός συνεχίζει να αποκλιμακώνεται προς τον στόχο της Fed του 2%.** Ο γενικός πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης (PCE) υποχώρησε τον Αύγουστο στο 2,2%. Ο δομικός διαμορφώθηκε στο 2,7% αλλά σε τριμηνιαία ετησιοποιημένη βάση είναι πλέον πολύ κοντά στο 2%. Μια θετική εξέλιξη για την πορεία του πληθωρισμού είναι η μείωση στο συνολικό κόστος απασχόλησης, καθώς και η ετήσια μεταβολή του δείκτη τιμών παραγωγού και του δείκτη τιμών εισαγωγών. Ορισμένοι δείκτες από τις περιφερειακές τράπεζες της Fed και τα οικονομετρικά μας υποδείγματα συνεχίζουν να συνηγορούν ότι ο πληθωρισμός θα φτάσει τον στόχο του 2% το 2025.
- **Οι νέες θέσεις εργασίας που ανακοινώθηκαν το τελευταίο τρίμηνο ήταν σημαντικά χαμηλότερες από την μέση μηνιαία αύξηση των 202 χιλ. κατά το προηγούμενο έτος,** οι κενές θέσεις εργασίας σε σχέση με τους ανέργους πλησιάζουν τα προ πανδημίας επίπεδα και η έρευνα καταναλωτών του Conference Board αποτυπώνει τις αυξανόμενες ανησυχίες από τα νοικοκυριά

1 | Προσωπική κατανάλωση & Καταναλωτική Εμπιστοσύνη

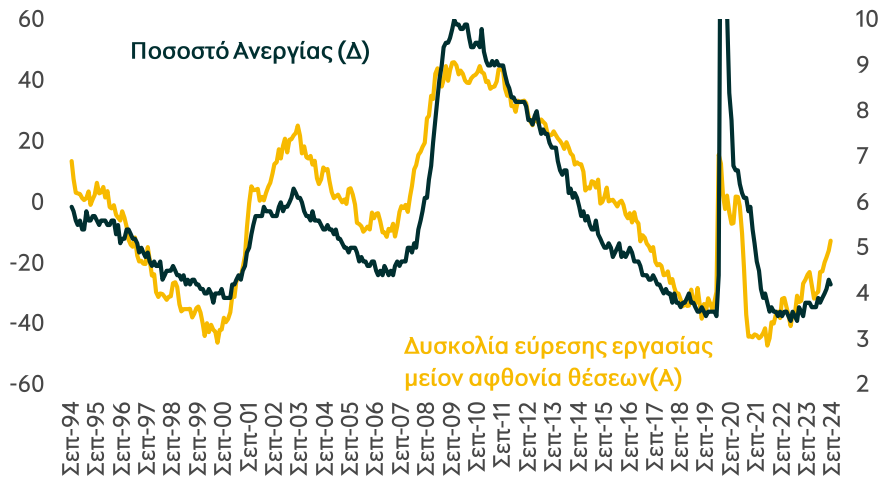


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

(Διάγραμμα 2). Επιπλέον η ενεργοποίηση του Sahm Rule τον Ιούλιο (όταν ο τρίμηνος κινητός μέσος όρος του ποσοστού ανεργίας αυξάνεται περισσότερο από 0,5 ποσοστιαίες μονάδες πάνω από το 12μηνο ελάχιστό του) μετατόπισε την συζήτηση από τον πληθωρισμό στην επιδείνωση της αγοράς εργασίας και την εξασθένηση της ανάπτυξης. Άλλοι κανόνες – μερικοί με υψηλότερα ποσοστά προβλεψιμότητας – είχαν σηματοδοτήσει επικείμενη ύφεση εδώ και αρκετούς μήνες.

- **Οι περισσότεροι οικονομικοί δείκτες συνεχίζουν να καταδεικνύουν μια ήπια επιβράδυνση της ανάπτυξης.** Ο πρόδρομος δείκτης μεταποίησης ISM, τον Σεπτέμβριο διαμορφώθηκε σε επίπεδα που υποδηλώνει συρρίκνωση της δραστηριότητας για 6ο συνεχόμενο μήνα ενώ και ο υποδείκτης των νέων παραγγελιών συνεχίζει να προβληματίζει αν και ανέκαμψε ελαφρώς. Πιστεύουμε ότι ο δείκτης μεταποίησης δεν θα υποχωρήσει περαιτέρω, καθώς η μείωση των επιτοκίων αναμένεται να δράσει υποστηρικτικά μετά από δύο χρόνια σχετικής στασιμότητας, παραμένει ωστόσο παράγοντας ανησυχίας για την ανάπτυξη. Το ίδιο ισχύει και για τον πρόδρομο δείκτη NFIB, που εκφράζει τις προσδοκίες των μικρών επιχειρήσεων και παραμένει σε πολύ χαμηλά επίπεδα. Αντίθετα, επέκταση της δραστηριότητας υποδηλώνει ο δείκτης ISM υπηρεσιών. Επιπλέον, η αυστηροποίηση των συνθηκών δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (SLOOS) και η μείωση της προσφοράς χρήματος M2 εξακολουθούν μεν να δείχνουν χαμηλότερο ΑΕΠ, αλλά λιγότερο από πριν. Στην αγορά κατοικίας, τα πρόσφατα στοιχεία δείχνουν συγκρατημένη δραστηριότητα, παρόλο που τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων έχουν υποχωρήσει από το υψηλό επίπεδο του 7% που είχαν φτάσει το προηγούμενο τρίμηνο.
- **Η πορεία προς λιγότερο περιοριστική νομισματική πολιτική ξεκίνησε τον Σεπτέμβριο όταν η Fed μείωσε το βασικό της επιτόκιο κατά 50 μ.β. στο εύρος 4,75% - 5,00%.** Αναγνώρισε την πρόοδο στον έλεγχο του πληθωρισμού αλλά εξέφρασε και κάποιες ανησυχίες για την αγορά εργασίας. Σύμφωνα με τις νέες εκτιμήσεις των μελών της προβλέπονται άλλες 2 μειώσεις του παρεμβατικού επιτοκίου (κατά 25 μ.β.) το 2024 και 4 μειώσεις το 2025. Περισσότερες μειώσεις θα μπορούσαν να προκύψουν εάν ο πληθωρισμός αποκλιμακωθεί ταχύτερα, η αγορά εργασίας επιδεινωθεί γρηγορότερα ή και τα δύο. Σύμφωνα με τον πρόεδρο της Fed παρατηρείται επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, αλλά όχι ουσιαστική επιδείνωση, υποδηλώνοντας έναν σταδιακό ρυθμό μείωσης των επιτοκίων. **Τα μακροοικονομικά στοιχεία όμως θα προσδιορίσουν την ένταση και διάρκεια της μείωσης των παρεμβατικών επιτοκίων.**

2 | Αγορά Εργασίας

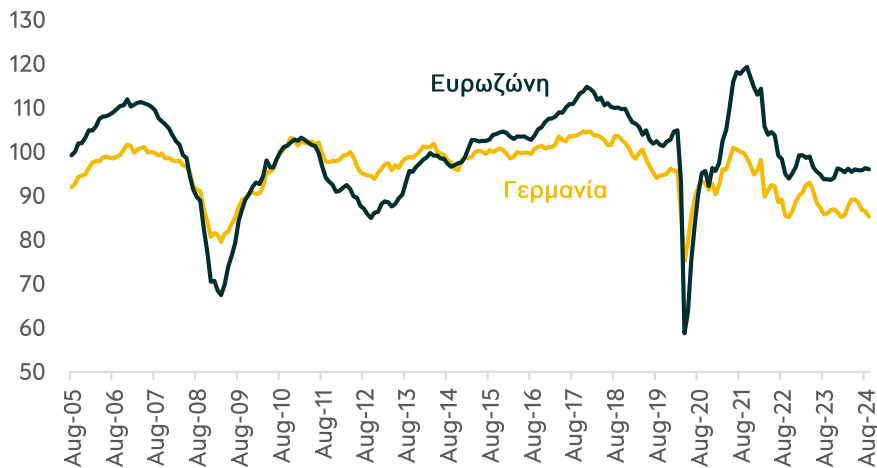


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2.2 Ευρωζώνη: Μειώνεται η διαφορά ανάπτυξης μεταξύ Η.Π.Α. και Ευρωζώνη με ευκαιρία ανάκαμψης από τη νομισματική χαλάρωση

- **Το πραγματικό ΑΕΠ** στην Ευρωζώνη αυξήθηκε σε τριμηνιαία βάση κατά 0,2% το Β' τρίμηνο από 0,3% το Α' τρίμηνο, ενώ σε ετήσια βάση η συνολική οικονομική δραστηριότητα **αυξήθηκε κατά 0,6% το Β' τρίμηνο από 0,5% το προηγούμενο τρίμηνο**. Η ήπια δυναμική προέρχεται κυρίως από τις καθαρές εξαγωγές και τη δημόσια κατανάλωση, ενώ αρνητική επίδραση έχει ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου. Αμετάβλητες παρέμειναν η ιδιωτική κατανάλωση και μεταβολή αποθεμάτων.
- **Για το 2024, οι εκτιμήσεις παραμένουν αμετάβλητες με το πραγματικό ΑΕΠ να αναμένεται στο 0,7%, και περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης το 2025 στο 1,4%** καθώς οι χαμηλότερες τιμές ενέργειας και εμπορευμάτων θα επιτρέψουν ανάκαμψη του εμπορίου, θα ενισχύσουν τις αποπληθωριστικές πιέσεις, ενώ αναμένεται και το πραγματικό εισόδημα να ανακάμψει από τα αρνητικά επίπεδα των προηγούμενων ετών. Η επιτάχυνση αυτή όμως ενδέχεται αντιμετωπίσει προκλήσεις τόσο εξαιτίας της αποδυναμωμένης δυναμικής της Γερμανίας όσο και εξαιτίας των διαρθρωτικών αδυναμιών της Ευρωζώνης. Αξίζει να επισημάνουμε και την πρόσφατη έκθεση Ντράγκι, όπου τονίζεται η άμεση ανάγκη για βαθιές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις στο σύνολο της Ευρωζώνης με σκοπό να αντιμετωπιστούν τα μακροχρόνια προβλήματα ανταγωνιστικότητας, χαμηλής παραγωγικότητας και των επενδύσεων.
- Σημαντική επίσης είναι η συνέχιση της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ το Σεπτέμβριο με μείωση του βασικού επιτοκίου κατά 25 μ.β. και αναμένεται να συνεχιστεί για τουλάχιστον άλλη μία συνεδρίαση εντός του 2024, η οποία θα αντισταθμίσει την τρέχουσα πολιτική αβεβαιότητα και την χειροτέρευση των οικονομικών σχέσεων της Ευρωζώνης με την Κίνα.
- **Η ενίσχυση του πραγματικού ΑΕΠ σε αρκετές χώρες μέλη, καθώς στην περιφέρεια κυρίως συνεχίζει να ανακάμπτει από το ενεργειακό σοκ των προηγούμενων ετών καθώς και από τις περιοριστικές χρηματοοικονομικές συνθήκες αλλά επιπρόσθετα η ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας σηματοδοτούν την οικονομική ανάκαμψη**. Αντίθετα, οι προκλήσεις στον τομέα της μεταποίησης παραμένουν –κυρίως στη Γερμανία- χωρίς να αναμένεται βελτίωση μέχρι το τέλος του έτους, ενώ και η εσωτερική ζήτηση εξακολουθεί να είναι συγκρατημένη και η δημοσιονομική προσαρ-

1 | Δείκτης Οικονομικού Κλίματος

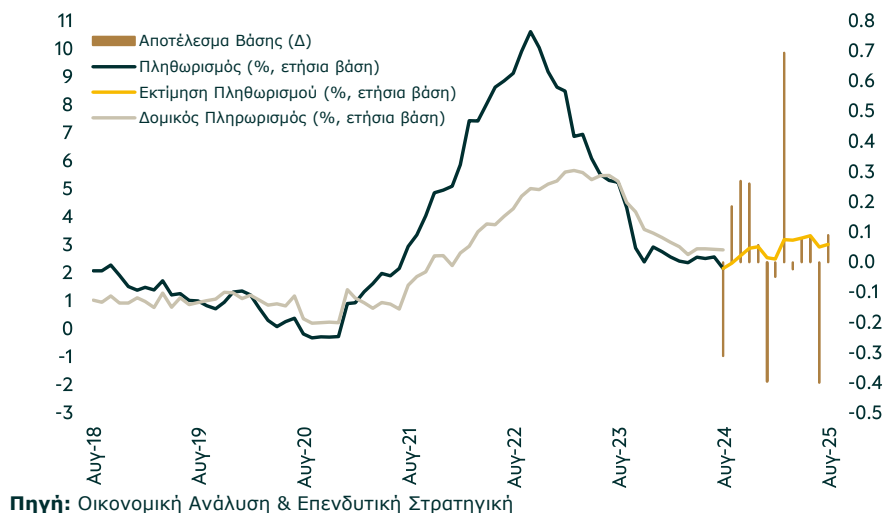


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

μογή σε κάποιες χώρες μέλη αναμένεται να συγκρατήσουν την οικονομική δραστηριότητα. Η διαφορά ανάπτυξης μεταξύ των Η.Π.Α. και της Ευρωζώνης το επόμενο έτος αναμένεται να συρρικνωθεί εξαιτίας της επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας στις Η.Π.Α, αλλά και της επιτάχυνσης που εκτιμάται το 2025 στην Ευρωζώνη.

- **Οι πρόδρομοι δείκτες PMI της Ευρωζώνης αντικατοπτρίζουν τις προκλήσεις καθώς ο PMI μεταποίησης συνεχίζει και παραμένει κάτω του 50 το Σεπτέμβριο και συγκεκριμένα στο 44,8 από 45,8 τον Αύγουστο.** Αντίστοιχα, ο σύνθετος δείκτης μειώθηκε στο 48,9 το Σεπτέμβριο από 51 τον Αύγουστο, ενώ και ο δείκτης PMI των υπηρεσιών μετά την αύξηση που σημειώσε τους μήνες του καλοκαιριού εξαιτίας και των Ολυμπιακών Αγώνων ανήλθε στο 50,5 από 52,9 τους αντίστοιχους μήνες.
- **Αντίστοιχη είναι και η εικόνα στους επιμέρους κλάδους καθώς η βιομηχανική παραγωγή παραμένει σε χαμηλά επίπεδα αλλά με μικρότερη μείωση** κατά 2,2% σε ετήσια βάση τον Ιούλιο από -4,1% τον Ιούνιο εξαιτίας της μείωσης παραγωγής των διαρκών καταναλωτικών αγαθών. Οι λιανικές πωλήσεις τους τελευταίους δύο μήνες δείχνουν σημάδια επιβράδυνσης καθώς ο ετήσιος ρυθμός τον Ιούλιο συρρικνώθηκε κατά 0,1% από μείωση κατά 0,4% τον προηγούμενο μήνα, εξαιτίας των υψηλότερων δαπανών σε τρόφιμα, ποτά και καπνό.
- **Στην αγορά εργασίας οι συνθήκες παρέμειναν ευνοϊκές καθώς τον μήνα Ιούλιο το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο νέο ιστορικά χαμηλό των τελευταίων 40 ετών** στο 6,4% από 6,5% τον Ιούνιο. Επιπλέον, οι πραγματικοί μισθοί εξακολουθούν να είναι κάτω από τα επίπεδα του 2021, ενώ η αύξηση των μισθών επιβραδύνεται.
- **Οι πληθωριστικές πιέσεις πλέον έχουν περιοριστεί σημαντικά καθώς ο πληθωρισμός τον Αύγουστο σημείωσε ιστορικό χαμηλό από τον Ιούλιο του 2021 και συγκεκριμένα αυξήθηκε στο 2,2% από 2,6%** τον Ιούλιο εξαιτίας των μειωμένων τιμών ενέργειας, ενώ αντίστοιχα οι τιμές τροφίμων αυξήθηκαν με μικρότερη ένταση. Ο πυρήνας του πληθωρισμού τον Αύγουστο κινήθηκε με παρόμοια τάση στο 2,8% από 2,9% τον Ιούλιο. Ακολούθως η ΕΚΤ προχώρησε το Σεπτέμβριο όπως αναμενόταν στη μείωση των βασικών επιτοκίων της κατά 25 μβ.

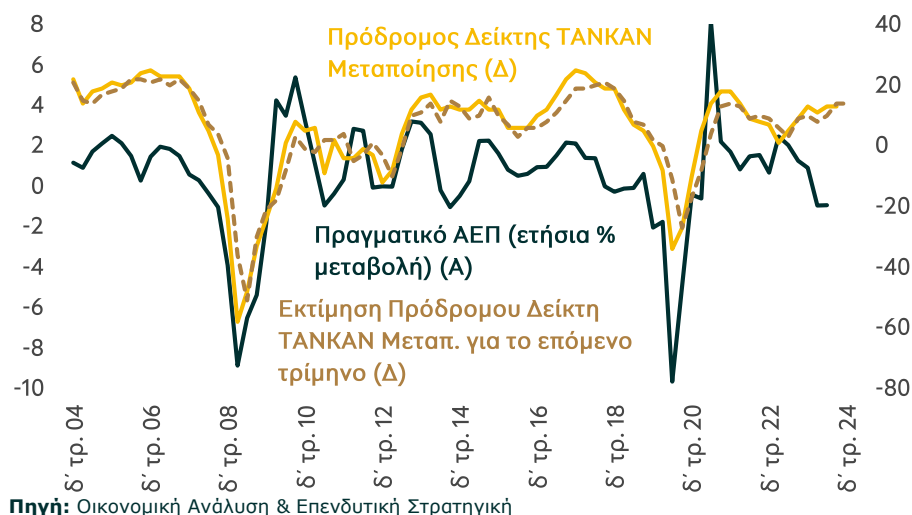
2 | Πληθωρισμός, Αποτέλεσμα Βάσης & Εκτίμηση



2.3 Ιαπωνία: Στάσιμη προβλέπεται η οικονομική δραστηριότητα το 2024

- **Αυξημένο κατά 0,7% σε τριμηνιαία βάση ήταν το πραγματικό ΑΕΠ κατά το Β' τρίμηνο** (Α' τρίμ. 24: -0,6%), κυρίως λόγω τη αυξημένης ιδιωτικής κατανάλωσης (και δη των νοικοκυριών). Ωστόσο, σε ετήσια βάση μειώθηκε κατά 1,0% (Α' τρίμ. 24: -0,9%).
- **Κατά το Β' εξάμηνο, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται με πολύ ήπιο ρυθμό** βάσει των ενδείξεων από τα τελευταία στοιχεία και την εξέλιξη των πρόδρομων δεικτών. Οι μισθολογικές αυξήσεις στηρίζουν την ανάκαμψη της εσωτερικής ζήτησης, η αυξημένη εταιρική κερδοφορία ευνοεί την πραγματοποίηση νέων επενδύσεων, η πρόσφατη μείωση της τιμής του πετρελαίου επιδρά ευνοϊκά στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων, ενώ θετικά επιδρά και η διατήρηση του πληθωρισμού στο σχετικά χαμηλό εύρος 2,5%-3,0%. Από την άλλη, όμως, η συγκρατημένη ανάπτυξη βασικών εμπορικών εταιρών της και η παύση της διολίσθησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του γιεν λειτουργούν περιοριστικά στις εξαγωγές. Συνεπώς, συνολικά το 2024 εκτιμάται ο ρυθμός ανάπτυξης να είναι οριακά θετικός (2023: 1,7%), ενώ το 2025 να φθάσει στο 1%.
- **Η διατήρηση του πληθωρισμού σε επίπεδο άνω του στόχου της Τράπεζας της Ιαπωνίας** (χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Αύγ.: 2,8%) και δεδομένου ότι οι μισθολογικές αυξήσεις αναμένεται να συνεχιστούν τα επόμενα χρόνια επιτρέπει τον **σταδιακό και με πολύ προσεκτικά βήματα εξορθολογισμό της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής της** (όπως μείωση των αγοραζόμενων κρατικών και ιδιωτικών ομολόγων, μικρή αύξηση του βασικού επιτοκίου). Το βασικό εργαλείο πολιτικής είναι πλέον το επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων (σήμερα στο 0,25%) μέσω του οποίου στοχεύει στη διαμόρφωση του χωρίς εξασφαλίσεις μίας ημέρας διατραπεζικού επιτοκίου (uncollateralized overnight call rate) στο ίδιο περίπου ύψος. **Έως το τέλος του χρόνου δεν αποκλείεται μία ακόμη επιποκιακή αύξηση 25 μβ.**
- **Συνεπώς, το 2024 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται οριακά θετικός με πληθωρισμό γύρω στο 2,5%.** Μεσοπρόθεσμα, η αναπτυξιακή δυναμική διαφαίνεται συγκρατημένη καθώς η γήρανση του πληθυσμού και η σταδιακή εξάντληση του εν δυνάμει εργατικού δυναμικού επιδρούν αρνητικά στην προσφορά αυξάνοντας τη δημοσιονομική δαπάνη. Επίσης, σε σημαντικό μειονέκτημα εξελίσσεται η υστέρηση στην ανάπτυξη τεχνολογικής καινοτομίας σε σχέση με άλλες μεγάλες οικονομίες.

1 | Πραγματικό ΑΕΠ & Πρόδρομοι Δείκτες TANKAN



2.4 Κίνα: Αυξάνονται οι καθοδικοί κίνδυνοι στην αναπτυξιακή δυναμική

- **Αξιοσημείωτη επιβράδυνση κατέγραψε κατά το Β' τρίμηνο του 2024 ο ρυθμός ανάπτυξης** καθώς διαμορφώθηκε στο 4,7% σε ετήσια βάση (Α' τρίμ: 5,3%). Συνολικά για το Α' εξάμηνο υπολογίζεται στο 5,0%. Έκτοτε, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες εμφανίζονται θετικά μεν, αλλά σαφώς πιο συγκρατημένα συνιστώντας **ενδείξεις περαιτέρω αποδυνάμωσης της αναπτυξιακής δυναμικής**. Ο συγκριτικά χαμηλός ρυθμός αύξησης των λιανικών πωλήσεων (που σε συνδυασμό με τις πρακτικά ανύπαρκτες πληθωριστικές πιέσεις καταδεικνύουν περιορισμένη εσωτερική ζήτηση) και τα δυσεπίλυτα προβλήματα στην αγορά ακινήτων αποτελούν τους βασικότερους ανασταλτικούς παράγοντες. Αντίθετα, **θετικά αναμένεται να επιδράσουν τα, κατά το τελευταίο διάστημα, εξαγγελθέντα μέτρα** (όπως: μείωση των βασικών επιτοκίων δανεισμού, χαλάρωση των όρων χορήγησης στεγαστικών δανείων, μείωση του ποσοστού υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων, δυνατότητα παρέμβασης των τοπικών κυβερνήσεων στην αγορά ακινήτων). Επομένως, για το 2024 εκτιμάται ρυθμός ανάπτυξης γύρω στο 4,7%-4,8%, πλησίον του κυβερνητικού στόχου του «περίπου 5%». Το 2025 προβλέπεται περαιτέρω επιβράδυνσή του στο 4,5% ή και ελαφρά χαμηλότερα καθώς, πέραν των άλλων, όλο και πιο εμφανείς θα γίνονται σταδιακά οι συνέπειες των αυξημένων δασμών και των λοιπών περιοριστικών μέτρων των ΗΠΑ πρωτίστως και δευτερευόντως της Ε.Ε.
- **Παράλληλα, ο πληθωρισμός παραμένει πολύ χαμηλός.** Τον Αύγουστο ο γενικός διαμορφώθηκε στο 0,6% και ο δομικός στο 0,3%. Από την άλλη, η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη τιμών παραγωγού παραμένει αρνητική (Αύγ.: -1,8%). Ωστόσο, αποφεύγεται ο κίνδυνος αποπληθωρισμού καθώς ο πληθωρισμός προβλέπεται στο 0,5% για το 2024 και να φθάσει το 1,0% το 2025.
- **Η νομισματική πολιτική, λόγω των εξαγγελθέντων μέτρων, γίνεται ακόμη πιο χαλαρή,** με την κεντρική τράπεζα να παρέχει επιπλέον χρηματοδότηση. Η δημοσιονομική πολιτική θα παραμείνει διευκολυντική της ανάπτυξης, ιδίως μέσω της υλοποίησης σημαντικών έργων υποδομής.
- **Μεσοπρόθεσμα, η διατήρηση ενός ικανοποιητικού ρυθμού ανάπτυξης θα γίνεται όλο και πιο δύσκολη,** καθώς ο γεωστρατηγικός ανταγωνισμός με τις ΗΠΑ και τους στενούς συμμάχους τους θα πιέζει τις εξαγωγές, ενώ η στροφή στην ανάπτυξη της εσωτερικής ζήτησης δεν είναι ακόμη επαρκής και η επίλυση των προβλημάτων στην αγορά ακινήτων απαιτεί χρόνο, κεφάλαια και ευελιξία χειρισμών.

1 | Λιανικές Πωλήσεις & Βιομηχανική Παραγωγή

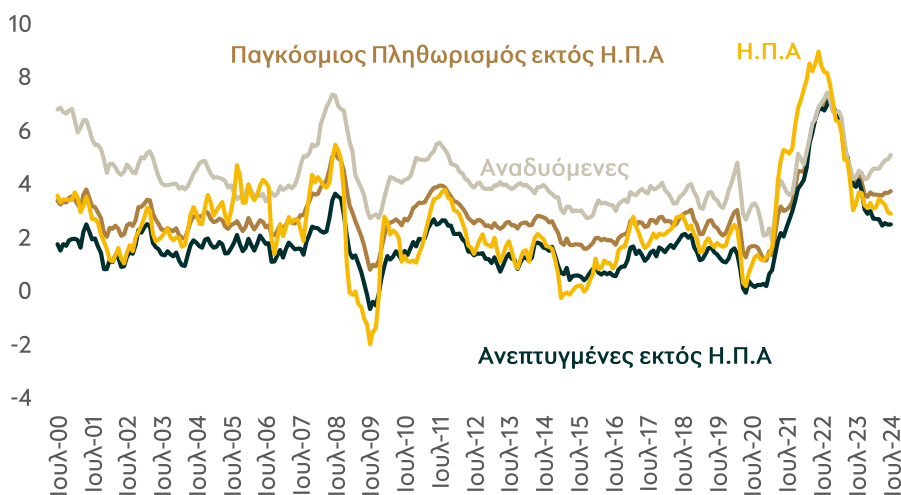


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

- Η οικονομική δραστηριότητα το Β' εξάμηνο του έτους παραμένει με την ίδια δυναμική σε σχέση με το Α' εξάμηνο, καθώς η πλειοψηφία των αναδυόμενων οικονομιών παραμένει σε τροχιά ανάπτυξης και συγκεκριμένα σε καλύτερα επίπεδα από το αναμενόμενο. **Με βάση τα τρέχοντα στοιχεία των αναδυόμενων οικονομιών (εκτός Κίνας) το Β' τρίμηνο του 2024 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,5% ετησίως από 4,8% το Α' τρίμηνο εξαιτίας κυρίως της εγχώριας ζήτησης, ενώ βελτίωση υπάρχει και στην εξωτερική ζήτηση αλλά σε χαμηλότερους ρυθμούς.** Επιπλέον η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής των προηγούμενων ετών αναμένεται να συνεχίσει να συμβάλει θετικά στο πραγματικό ΑΕΠ μέσω της ενδυνάμωσης της εγχώριας ζήτησης καθώς και του διαθέσιμου εισοδήματος στις αναδυόμενες χώρες.
- **Η σταθερή οικονομική ανάπτυξη έχει σημαντικό ρόλο και στην ιδιαίτερα αναγκαία δημοσιονομική εξυγίανση των χωρών, κάτι το οποίο έχει καθυστερήσει τα προηγούμενα έτη.** Αυτό διαφαίνεται ήδη σε αναδυόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής, όπου ήδη έχουν ξεκινήσει να λαμβάνουν μέτρα στο δημοσιονομικό τομέα, ενώ και η αγορά εργασίας αντιμετωπίζει ευνοϊκές συνθήκες, προσθέτοντας θετική δυναμική στην οικονομική δραστηριότητα.
- **Για το 2024 και το 2025 οι αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται να αναπτυχθούν κατά 4,0% ετησίως 4,3% τα αντίστοιχα έτη.** Ωστόσο, η αναμενόμενη επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητα των ΗΠΑ και η καθυστερημένη επίδραση των υψηλών επιτοκίων στις ανεπτυγμένες οικονομίες δεν εξασφαλίζει τη βελτίωση του εμπορικού κύκλου, ενώ οι αναμενόμενες εκλογές στις Η.Π.Α. ενδέχεται να προκαλέσουν αρνητική μεταβολή στο οικονομικό κλίμα των αναδυόμενων οικονομιών.
- **Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται να σταματήσει** ή να παύσει σε σχέση με τη δυναμική που είχε το 2023 και τις αρχές του 2024 καθώς παρατηρείται μία συνολική επιτάχυνση του ρυθμού του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες, γεγονός που έχει ήδη βάλει τις Κεντρικές Τράπεζες σε καθεστώς αναμονής.
- **Στο δημοσιονομικό τομέα,** η πλειοψηφία των βασικών αναδυόμενων οικονομικών αναμένεται να έχουν πρωτογενή ισοζύγια που θα χρειαστούν για να σταθεροποιήσουν το ποσοστό χρέους τους.

1 | Πληθωρισμός



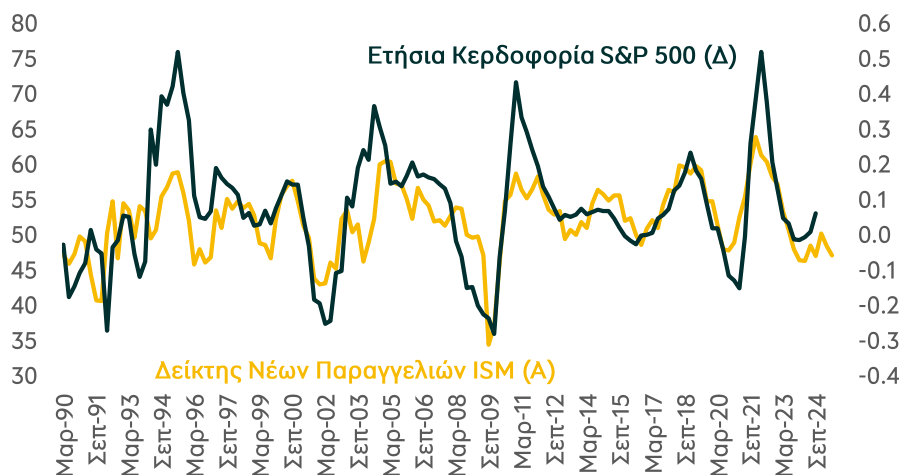
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

03 Μετοχές

3.1 ΗΠΑ : Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψη

- **Συνεχίστηκε η ανοδική κίνηση των μετοχικών δεικτών και το Γ' τρίμηνο καθώς τα καλά εταιρικά αποτελέσματα και οι προσδοκίες για μείωση των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες προσέφεραν στήριξη.** Συγκεκριμένα ο S&P 500 ενισχύθηκε (συνολική απόδοση) κατά 5,89% το Γ' τρίμηνο (22,08% Υ.Τ.Δ), ο ισοβαρής S&P 500 (Equal weight) κατά 9,59% (15,16% Υ.Τ.Δ) και ο τεχνολογικός δείκτης Nasdaq υποαπέδωσε έναντι των ανωτέρω για το τρέχον τρίμηνο (2,76%) ωστόσο σε επίπεδο έτους (21,84%) αποδίδει παρόμοια με τον S&P 500. Σε κλαδικό επίπεδο από την αρχή του έτους οι κλάδοι Κοινής Ωφέλειας (+30,63%), Τεχνολογίας (30,31%), Υψηρ. Επικοινωνίας (27,89%) και Τραπεζών (22,30%) ήταν αυτοί που υπεραπέδωσαν. Το Γ' τρίμηνο, καθώς οι αποτιμήσεις του κλάδου της τεχνολογίας και των λεγόμενων -Mega Caps- βρέθηκαν σε αρκετά υψηλά επίπεδα, συμπαρασύροντας και τον S&P 500, το ενδιαφέρον των επενδυτών άρχισε να στρέφεται σε κλάδους με χαμηλότερες αποτιμήσεις, καλά θεμελιώδη και υψηλές προσδοκίες κερδοφορίας. Η αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων και η εκτιμωμένη ήπια συρρίκνωση της οικονομίας ωφελούν κλάδους με χαμηλές αποτιμήσεις, υψηλές μερισματικές αποδόσεις και γενικότερα αμυντικό προφίλ. Θεωρούμε ότι οι επενδυτές θα εξακολουθήσουν να αναζητούν εταιρίες / κλάδους με αυτά τα χαρακτηριστικά ωθώντας τον ισοβαρή S&P 500 (Equal Weight) σε υπεραπόδοση και το Δ' τρίμηνο.
- **Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιριών για το 2024 βρίσκονται σε ικανοποιητικά επίπεδα.** Πιο συγκεκριμένα η αγορά εκτιμάει το EPS του S&P 500 στα \$237 (+11%), του S&P 600 \$73 (+11%) και του Nasdaq και Nasdaq 100 \$543 (+30%) και \$682 (+29%) αντίστοιχα. Με βάση την εκτιμωμένη κερδοφορία για το τρέχον έτος, ο S&P 500 διαπραγματεύεται με P/E 24,2x (Μέσος όρος 12ετίας 21) και οι τεχνολογικοί δείκτες Nasdaq και Nasdaq 100 με P/E 33x (μ.ο. 27) και P/E 29x (μ.ο. 24) αντίστοιχα.
- **Όμως, η αβεβαιότητα για το ευνοϊκό αυτό περιβάλλον παραμένει υψηλή,** καθώς μια σειρά από πρόδρομους δείκτες συνεχίζουν να καταδεικνύουν πτωτικό περιθώριο στις εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιριών (π.χ. δείκτης ISM) - καθώς συνηγορούν σε μια πιο απότομη επιβράδυνση. Επίσης, πολλοί δείκτες ρευστότητας της αγοράς είτε είναι πτωτικοί (αποθεματικά τράπεζων στην Fed) είτε στάσιμοι τα τελευταία χρόνια (μεγέθη προσφοράς χρήματος) καθιστώντας τις μετοχικές αποτιμή-

1 | Κερδοφορία S&P 500 & Δείκτης Νέων Παραγγελιών ISM

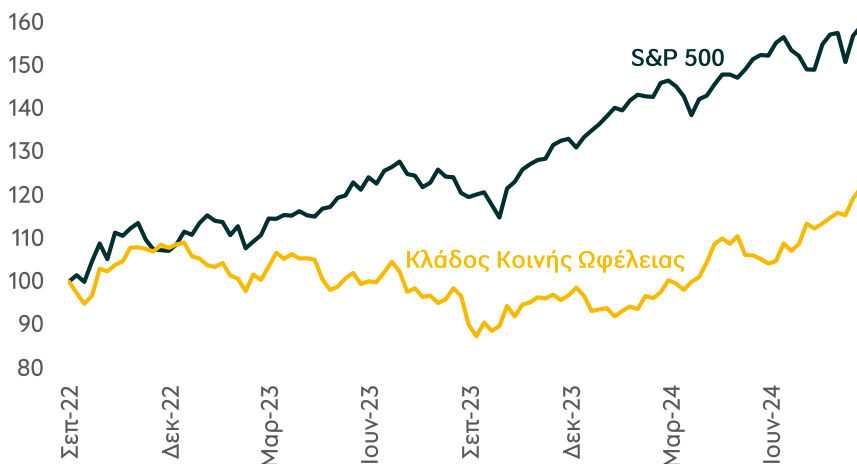


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

σεις μη συντηρήσιμες. Στο πλαίσιο αυτό θεωρούμε ότι η υπερ-απόδοση του ισοβαρούς S&P500 θα συνοδευτεί με θετικές αποδόσεις στις μετοχές αφού μειωθούν οι αβεβαιότητες αυτές αλλά και αφού δοκιμαστούν οι υπερβολικές, κατά την γνώμη μας, προσδοκίες για την επίδραση της τεχνητής νοημοσύνης στην οικονομία.

- **Με βάση τα παραπάνω, διατηρούμε ακόμα την ηγία υπο-επενδυμένη θέση μας στις μετοχές με ένα μείγμα κλάδων με ποιοτικά χαρακτηριστικά**, οι οποίοι θεωρούμε ότι είναι προφυλαγμένοι από απογοητεύσεις στην ρευστότητα και στην θεματική της τεχνητής νοημοσύνης από την μια πλευρά, ενώ από την άλλη είτε προσφέρουν αμυντικά χαρακτηριστικά, είτε έχουν κυκλικές ιδιότητες με αποτιμήσεις όμως που εμμέσως προεξοφλούν απογοητεύσεις στην κερδοφορία.
- Πιο συγκεκριμένα, από τους αμυντικούς κλάδους, συνεχίζουμε να προτιμούμε τις εταιρείες **Κοινής Ωφέλειας** (Utilities) καθώς έχουν υψηλή μερισματική απόδοση (2,83%), διαπραγματεύονται με χαμηλό P/E (19,77) και ωφελούνται από την αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων. Παράλληλα η αύξηση της ζήτησης για ηλεκτρική ενέργεια –data centers/AI, electric vehicles - θα ευνοήσει αναπτυξιακά τον κλάδο τα επόμενα χρόνια. Τέλος, ο κλάδος έχει υστερήσει σε απόδοση έναντι του S&P 500 κατά 34% (Διάγραμμα 2) από τον Σεπτέμβριο του '22 ενώ έχει υπεραποδώσει κατά 10,4% από τον Οκτώβριο του 2023. Συνεπώς θα μπορούσε να καλύψει την υποαπόδοση το επόμενο διάστημα. Πέραν αυτού, **ο κλάδος της Υγείας** έχει ποιοτικά χαρακτηριστικά τα οποία τον καθιστούν ελκυστικό. Αναλυτικότερα, θεωρείται αμυντικός κλάδος, με ελκυστικές αποτιμήσεις (P/E, PEG ratio) και υψηλές εκτιμήσεις κερδοφορίας τόσο για το '24 όσο και το '25. Διατηρούμε την προτίμηση μας και στους **"Dividend Aristocrats"** καθώς θα ωφεληθούν από την μείωση των επιτοκίων. Από τους Κυκλικούς κλάδους ξεχωρίζουμε τις **Τράπεζες** και την **Ενέργεια**. Πιο διεξοδικά, ο κλάδος της Ενέργειας παρόλο που έχει υποαποδώσει από την αρχή του έτους, έχει υψηλή μερισματική απόδοση (3,35%), χαμηλό P/E (13,6) τόσο για το τέλος του τρέχοντος έτους όσο και για το επόμενο (12,10), καθώς και τη χαμηλότερη δανειακή επιβάρυνση (Net Debt/EBITDA 0,97). Ο Τραπεζικός Κλάδος προσφέρει υψηλή μερισματική απόδοση, ωφελείται από την μείωση των επιτοκίων (απελευθέρωση κεφαλαίων) και αναμένεται ικανοποιητική αύξηση κερδοφορίας το '25. Επιπλέον, η απελευθέρωση κεφαλαίων μπορεί να κατευθυνθεί είτε σε επαναγορά ίδιων μετοχών ή αύξηση μερισμάτων σε περίπτωση που θεωρηθεί ασφαλέστερη επένδυση.

2 | S&P 500 & Κλάδος Κοινής Ωφέλειας από 30 Σεπ. 2022

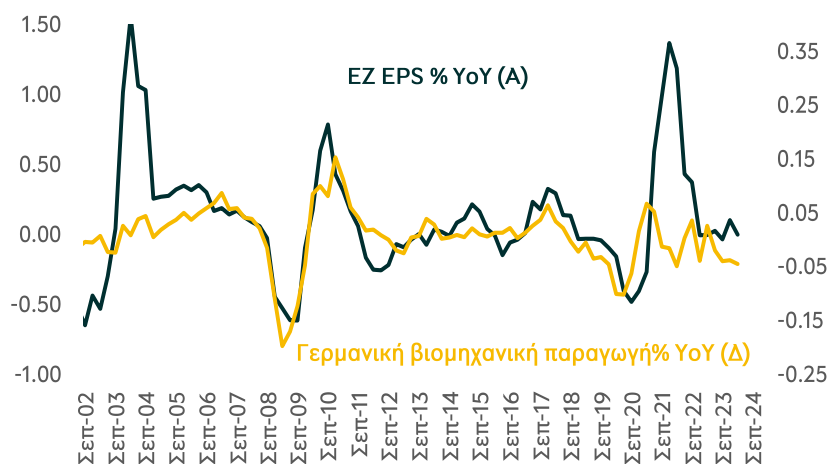


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

3.2 Ευρωζώνη : Ήπια Αρνητική άποψη

- **Το Γ' τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx σημείωσε θετική απόδοση υποαποδίδοντας ωστόσο έναντι των υπόλοιπων μετοχικών αγορών.** Όσον αφορά τα οικονομικά στοιχεία της ΕΖ, ήπιος ήταν ο ρυθμός ανάπτυξης το Β' τρίμ. (0,2% σε τρίμ βάση), τα στοιχεία της μεταποιητικής δραστηριότητας παρέμειναν στην περιοχή συρρίκνωσης, ενώ ο τομέας των υπηρεσιών εμφάνισε καλύτερη εικόνα. Στην Γερμανία η βιομηχανική παραγωγή υποχώρησε εκ νέου, σημαντικά περισσότερο των εκτιμήσεων. Ο πληθωρισμός στην ΕΖ γενικός και δομικός εξακολούθησε να μειώνεται και τον Σεπτέμβριο διατηρώντας τις προβλέψεις για περαιτέρω μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ.
- **Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του Euro Stoxx (EPS) παραμένουν θετικές** (+4,5% και +9,8% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα), αν και υποχώρησαν από το προηγούμενο τρίμηνο. Ωστόσο, προκειμένου να υποστηριχθούν οι προσδοκίες της αγοράς για την κερδοφορία των εταιριών απαιτείται σημαντική βελτίωση στα μακροοικονομικά στοιχεία (Διάγραμμα 1).
- **Σε όρους αποτιμήσεων (P/E), η αγορά της ΕΖ εξακολουθεί να εμφανίζεται αρκετά πιο φθηνή από την αμερικανική αγορά,** καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία της ΕΖ βρίσκονται σε δυσμενέστερο περιβάλλον σε σύγκριση με τα στοιχεία των ΗΠΑ. Ωστόσο η σχέση των P/E της ΕΖ (SXXE P/E) με το P/E του αμερικανικού δείκτη S&P 500 (SPX P/E) εμφανίζει υψηλή συσχέτιση και αναμένουμε ότι το P/E της ΕΖ θα μπορούσε να ακολουθήσει βραχυπρόθεσμα την ανοδική πορεία του αμερικανικού P/E. Παράλληλα η νομισματική πολιτική έχει γίνει πιο υποστηρικτική από την ΕΚΤ καθώς είμαστε στην αρχή μιας διαδικασίας μείωσης του κόστους χρήματος ενώ παράλληλα ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος M1 έχει ανακάμψει. Ωστόσο χρειάζεται ακόμα μεγαλύτερη αύξηση του ρυθμού αυτού ώστε να στηρίξει τις μετοχικές αποτιμήσεις (Διάγραμμα 2) γεγονός που μάλλον δεν θα πραγματοποιηθεί ενόσω η ΕΚΤ παραμένει σε καθεστώς συρρίκνωσης του ενεργητικού της. Εντός της ΕΖ, την μεγαλύτερη εκτίμηση για την κερδοφορία των εταιριών συνεχίζει να εμφανίζει ο μετοχικός δείκτης της Ισπανίας IBEX με ρυθμό ανόδου 18,5% για το 2024, ενώ τη χαμηλότερη αποτίμηση (P/E 9,3x) εξακολουθεί να εμφανίζει ο ιταλικός δείκτης FTSE MIB.
- **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ΕΖ.**

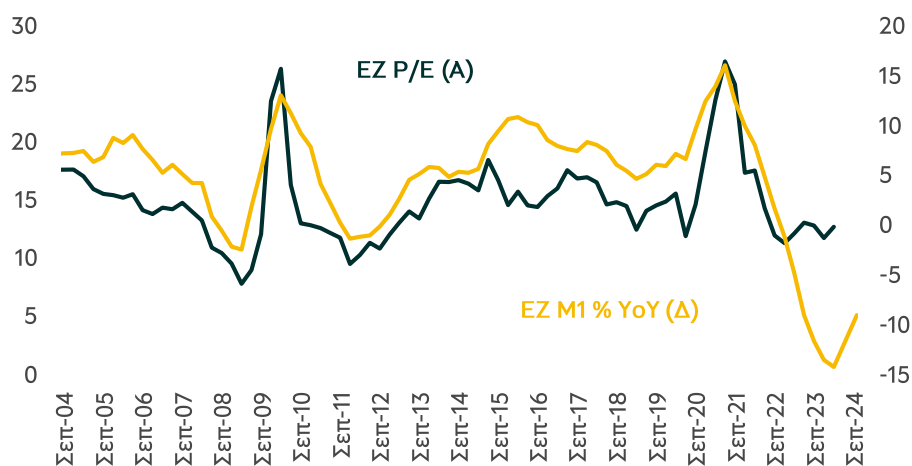
1 | Μεταβολή (YoY%) Euro Stoxx EPS & Γερμανική Βιομ. Παρα-



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Όπως και με την κλαδική διάρθρωση στις ΗΠΑ έτσι και στην Ευρωζώνη, καθώς διατηρείται μεγάλη αβεβαιότητα για την δυναμική της ανάπτυξης, διαλέγουμε ένα μείγμα αμυντικών κλάδων αλλά και κυκλικών με αποτιμήσεις οι οποίες να μπορούν να αντέξουν μια σχετικά περιορισμένη αρνητική έκπληξη.
- Οι κλάδοι που ξεχώρισαν σε απόδοση το Γ' τρίμηνο του έτους ήταν τα Ακίνητα και η Κοινή Ωφέλεια, ενώ στον αντίποδα τις μεγαλύτερες απώλειες σημείωσαν η Τεχνολογία και η Ενέργεια. Στις εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024, οι κλάδοι των Πρώτων Υλών και των Υπηρεσιών Επικοινωνίας συνεχίζουν να έχουν τα υψηλότερα θετικά ποσοστά, ενώ οι κλάδοι της Τεχνολογίας, των Κυκλικών Προϊόντων, της Ενέργειας και της Κοινής Ωφέλειας εμφανίζουν αρνητικό πρόσημο.
- Ο κλάδος των Τραπεζών παρουσιάζει ενδιαφέρον καθώς παρά την ανοδική κίνησή του από την αρχή του έτους και κατά το Γ' τρίμ., εμφανίζει δυνατά θεμελιώδη στοιχεία, παραμένοντας φθηνός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 6,6x) με πολύ υψηλή μερισματική απόδοση (7,4%). **Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε θετική.**
- Διατηρούμε την προτίμησή μας για τον κλάδο της Ενέργειας. Ο κλάδος συνέχισε να υποχωρεί και το Γ' τρίμ. με τις αρνητικές εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024 να παραμένουν. Συνεχίζει να είναι από τους πιο ελκυστικούς κλάδους σε όρους αποτιμήσεων (P/E 7,5x, μερισματική απόδοση 6,1%). **Διατηρούμε θετική άποψη για τον κλάδο της Κοινής Ωφέλειας.** Ο κλάδος της Κοινής Ωφέλειας συνέχισε να ενισχύεται και το Γ' τρίμ., καθώς είναι αμυντικός και επωφελείται από το περιβάλλον της μείωσης των επιτοκίων που έχει ήδη ξεκινήσει από την ΕΚΤ. Παρά την ανοδική του κίνηση εξακολουθεί να έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 12,5x (μέσος όρος 20ετίας 13,7x) και υψηλή μερισματική απόδοση (5,4%). **Διατηρούμε θετική άποψη για τον κλάδο των Ακινήτων.** Ο κλάδος των Ακινήτων κατέγραψε την μεγαλύτερη θετική απόδοση το Γ' τρίμ., καθώς επωφελείται από το περιβάλλον μείωσης των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Ο κλάδος διαπραγματεύεται με P/E 13,1x (μέσος όρος 20ετίας 22,5x), έχει υψηλή μερισματική απόδοση (4,8%) και είναι φθηνότερος του πανευρωπαϊκού δείκτη κυρίως σε όρους P/Bk (0,8x έναντι 1,7x).

2 | Euro Stoxx P/E & EZ M1 % YoY

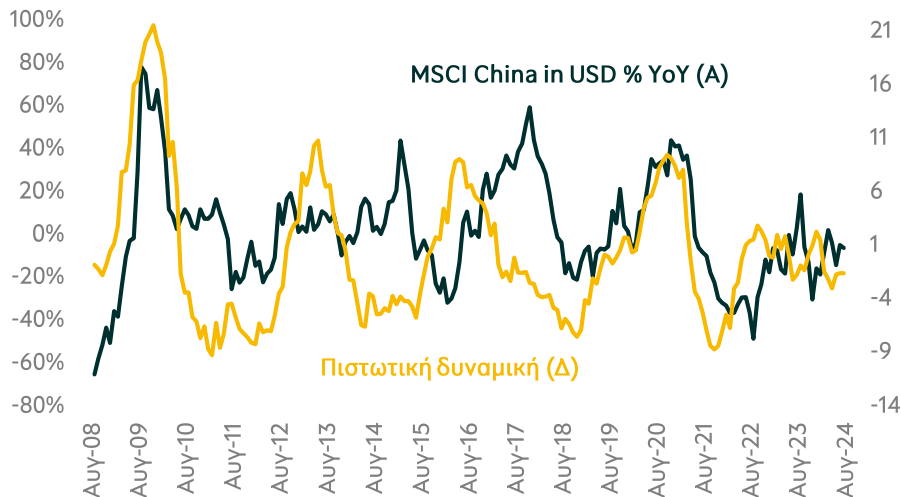


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

3.3 Ιαπωνία : Ήπια Αρνητική | Αναδυόμενες Αγορές & Κίνα : Ουδέτερη

- Η ιαπωνική μετοχική αγορά σημείωσε άνοδο το Γ' τρίμ. λόγω του θετικού κλίματος των τελευταίων ημερών του Σεπτεμβρίου. Κατά το προηγούμενο διάστημα είχε δεχθεί πιέσεις εν μέσω εκτιμήσεων ότι θα συνεχιστούν οι αυξήσεις των επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα. Ο Shigeru Ishiba ο οποίος θα είναι ενδεχομένως ο επόμενος πρωθυπουργός στην χώρα έχει ταχθεί στο παρελθόν υπέρ της ανόδου των επιτοκίων. Στα μακροοικονομικά στοιχεία ο μεταποιητικός κλάδος εμφανίζει σταθεροποιητική τάση παραμένοντας οριακά κάτω του 50, ενώ οι υπηρεσίες παραμένουν σε περιοχή επέκτασης. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τις εταιρίες του ιαπωνικού δείκτη TOPIX έχει ενισχυθεί στο 19,2%, για το 2024. Σε όρους αποτίμησης (P/E 13,7x) η μετοχική αγορά είναι φθηνότερη από την αμερικανική αλλά πιο ακριβή από την ευρωπαϊκή αγορά. **Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για την Ιαπωνία.**
- **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας για τις Αναδυόμενες Αγορές.** Το τελευταίο διάστημα ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (AA) σημείωσε άνοδο λαμβάνοντας ώθηση από την μετοχική αγορά της Κίνας. Η διαφορά της ανάπτυξης του ΑΕΠ των αναδυόμενων έναντι των ανεπτυγμένων αγορών παραμένει ωστόσο δείχνει σημάδια συρρίκνωσης. Σε επίπεδο μεταποίησης και εξαγωγών οι AA συνεχίζουν να εμφανίζουν καλύτερη εικόνα από τις ανεπτυγμένες οικονομίες, ωστόσο ο πληθωρισμός κινείται ανοδικά θέτοντας ερωτηματικά για την πορεία των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες των AA. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών είναι υψηλότερη από της ΕΖ (15,3% και 13,2% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα) και σε όρους αποτίμησης (P/E 13,5x) βρίσκεται σε υψηλότερο επίπεδο από αυτό της ΕΖ. **Στην Κίνα** σχετικά με τα πρόσφατα μέτρα στήριξης θεωρούμε ότι θα είναι μάλλον απίθανο να αντισταθίσουν τις διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας. Σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα όμως (3-4 μήνες) πιστεύουμε ότι θα μπορούσαν να επιταχύνουν την πιστωτική δυναμική της οικονομίας (Διάγραμμα 1). Ο συνδυασμός της αυξημένης ρευστότητας με το πολύ αρνητικό κλίμα για την αγορά θα μπορούσε να οδηγήσει σε περαιτέρω υπερ-απόδοση των κινεζικών μέτοχων. Ταυτόχρονα είναι πιθανό οι κινεζικές μετοχές να αποδειχτούν πιο ανθεκτικές στις διαφαινόμενες γεωπολιτικές εντάσεις, τόσο λόγω του μικρού βαθμού συμμετοχής των επενδυτών σε αυτές, αλλά και λόγω του ότι η Κίνα δεν εμπλέκεται άμεσα σε αυτές (κρίση στην Μέση Ανατολή, εκλογές ΗΠΑ). **Διατηρούμε ακόμα την ουδέτερή μας στάση, αναμένουμε υψηλή μεταβλητότητα, αναζητώντας παράλληλα επίπεδα στα οποία θα υποβαθμίσουμε την στάση μας σε ευθυγράμμιση με τα μακροχρόνια θεμελιώδη της οικονομίας.**

1 | MSCI China σε USD (YoY %) & Πιστωτική Δυναμική (Δ%)



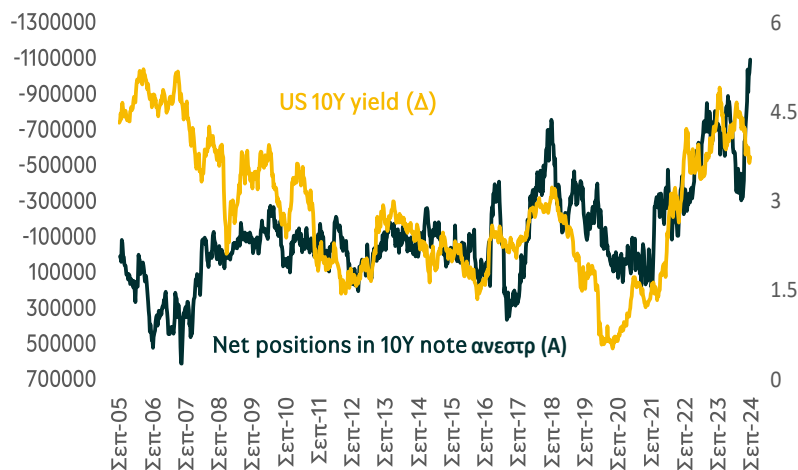
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

04 Ομόλογα

4.1 ΗΠΑ| Κρατικά: Μεταβάλλουμε την άποψή μας από Θετική σε Ήπια Θετική

- Σημαντική ενίσχυση κατέγραψαν οι τιμές των αμερικανικών κρατικών ομολόγων το Γ' τρίμηνο (υποχώρησαν οι αποδόσεις). Ενδεικτικά η απόδοση του 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ κατέγραψε στις 17 Σεπτεμβρίου χαμηλό (3,6%) από το καλοκαίρι του 2023. Οι θέσεις εργασίας εκτός του αγροτικού τομέα για τον Αύγουστο και τον Σεπτέμβριο ήταν χαμηλότερες των εκτιμήσεων δείχνοντας ορισμένα πρώιμα σημάδια αποδυναμωσης. Παράλληλα το Γραφείο Στατιστικής Εργασίας (BLS) των ΗΠΑ αναθεώρησε σημαντικά χαμηλότερα τις θέσεις εργασίας για το προηγούμενο διάστημα. Τα γεγονότα αυτά σε συνδυασμό με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού οδήγησαν τη Fed στο να ξεκινήσει τον κύκλο μειώσεων των επιτοκίων κατά 50 μβ, γεγονός που τις προηγούμενες ημέρες είχε ενσωματωθεί στην καμπύλη αποδόσεων με αποτέλεσμα οι αποδόσεις να ανέβουν οριακά. Παράλληλα, η καμπύλη αποδόσεων 10ετών-2ετών ομολόγων ομαλοποιήθηκε και επέστρεψε σε θετικό έδαφος έστω και οριακά στις αρχές Σεπτεμβρίου. Η αγορά προεξοφλεί ότι η Fed θα μειώνει τα επιτόκια με τον μεγαλύτερο ρυθμό των τελευταίων ετών. Για τη σύσκεψη του Νοεμβρίου και λίγες ημέρες πριν τις εκλογές εκτιμά μείωση επιτοκίων κατά 50 μβ με πιθανότητα 51%.
- Εντοπίζεται ιστορικά υψηλός αριθμός συμβολαίων short θέσεων στα treasuries (Διάγραμμα 1), επενδυτών δηλαδή που αναμένουν μείωση των τιμών και αύξηση των αποδόσεων στη λήξη. **Το γεγονός αυτό, αλλά και ότι η επιδείνωση των μάκρο στις ΗΠΑ συνεχίζεται αλλά με λιγότερο αρνητικό ρυθμό, μας οδηγεί στο να μεταβάλλουμε από θετική σε ήπια θετική την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ, αποκομίζοντας κέρδη από την μεταβολή της στάσης μας το προηγούμενο τρίμηνο.** Όσο η καμπύλη γίνεται πιο απότομη (Steepening) αυξάνεται ο σχετικός κίνδυνος των μακρινών ομολόγων. Οι εκλογές στις ΗΠΑ αποτελούν παράγοντα αβεβαιότητας και για τα ομόλογα, ειδικότερα σε περίπτωση που υπάρξει ένα κόμμα που θα κερδίσει και την εκλογή Προέδρου αλλά και πλειοψηφία στο Κογκρέσο. Η αγορά ομολόγων αναμένεται να εστιάσει στην χρηματοδότηση των εκλογικών προγραμμάτων (αν π.χ. υπάρξει αύξηση των εκδόσεων treasuries), σε πιθανή αναζωπύρωση πληθωριστικών πιέσεων λόγω προστατευτικών πολιτικών, αλλά και το πως θα αντιμετωπιστεί το μεγαλύτερο δημοσιονομικό έλλειμμα στις ΗΠΑ σε καιρό ειρήνης (εκτός περιόδου covid), γεγονός που συζητήθηκε ακροθιγώς στην προεκλογική περίοδο.

1 | Απόδοση 10ετούς Ομολόγου ΗΠΑ & Καθαρές Θέσεις

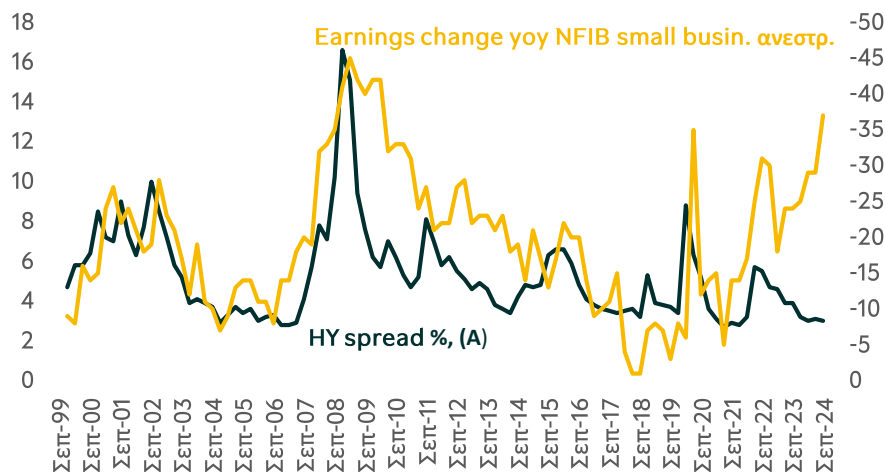


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.2 ΗΠΑ | Εταιρικά: Ήπια Θετική στα IG, Ήπια Αρνητική στα HY

- Το spread των αμερικανικών εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης (IG) στις 5 Αυγούστου κατέγραψε υψηλό (111 μβ) από τον Νοέμβριο του 2023 προτού υποχωρήσει στην περιοχή των 90 μβ, κοντά στα χαμηλά περίπου 3 ετών. Παρόμοια εικόνα και για τα spread των HY, τα οποία την ίδια ημέρα διαμορφώθηκαν σε υψηλό από τον Νοέμβριο του 2023 (381 μβ) αλλά στη συνέχεια υποχώρησαν στις 300 μβ. Αν και η αναταραχή αποδείχθηκε βραχύβια και εν μέσω περιόδου με παραδοσιακά χαμηλά επίπεδα ρευστότητας, ωστόσο κατέδειξε την ευαισθησία που παρουσιάζουν τα spread ακόμα και σε ήπια επιδείνωση των στοιχείων. Αυτό οφείλεται στο ότι στα παρόντα επίπεδα έχουν ενσωματωθεί αρκετά θετικές προσδοκίες, όπως ο συνδυασμός μείωσης επιτοκίων από τη Fed, αποκλιμάκωσης πληθωρισμού, ομαλής προαγωγής της οικονομίας και ανθεκτικών ισολογισμών. Το γεγονός ότι δεν επηρεάστηκαν από την απόφαση της Fed να μειώσει τα επιτόκια κατά 50 μβ καταδεικνύει ότι έχουν προεξοφληθεί ήδη κάποιες εξελίξεις. Τα IG ομόλογα έχουν υψηλή μέση διάρκεια περί τα 7 έτη και ευνοήθηκαν περισσότερο από τη στροφή των επενδυτών σε αυξημένο duration. **Συμπερασματικά, ακολουθώντας τη στρατηγική μας για τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ, μεταβάλλουμε την άποψή μας από θετική σε ήπια θετική, κατοχυρώνοντας κέρδη.**
- **Σχετικά με τα HY διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση, καθώς τα spreads των HY στην παρούσα φάση θεωρούμε ότι αποτυπώνουν μια ειδυλλιακή κατάσταση της οικονομίας (priced to perfection).** Για παράδειγμα σύμφωνα με την National Federation Of Independent Business ο ρυθμός των εταιρικών κερδών των μικρών επιχειρήσεων έχει υποχωρήσει σε ετήσια βάση σε χαμηλό από το 2010 (Διάγραμμα 2) αντανακλώντας την επίδραση του αυξημένου πληθωρισμού στα κέρδη. Ωστόσο, το spread των HY ομολόγων στις ΗΠΑ δεν έχει αυξηθεί, ακολουθώντας την σχετικά χαμηλή μεταβλητότητα και την προσδοκία ότι οι μειώσεις επιτοκίων της Fed θα βοηθήσουν την οικονομία. Η χαμηλή μέση διάρκειά τους (3 έτη) όμως μετριάξει αυτή τη θετική επίπτωση. Θεωρούμε ότι αυτό δεν θα συνεχιστεί για μεγάλο χρονικό διάστημα, τα spread θα διευρυνθούν και το περιθώριο να περιοριστούν περαιτέρω από τα παρόντα επίπεδα είναι χαμηλό. Η εκλογική αναμέτρηση στις ΗΠΑ αποτελεί παράγοντα αβεβαιότητας και στην περίπτωση που αυξηθεί η μεταβλητότητα τα spread ιδιαίτερα των HY θα επηρεαστούν.

2| ΗΠΑ HY Spreads & Ετήσια μεταβολή κερδών Μικρ. Επιχ.

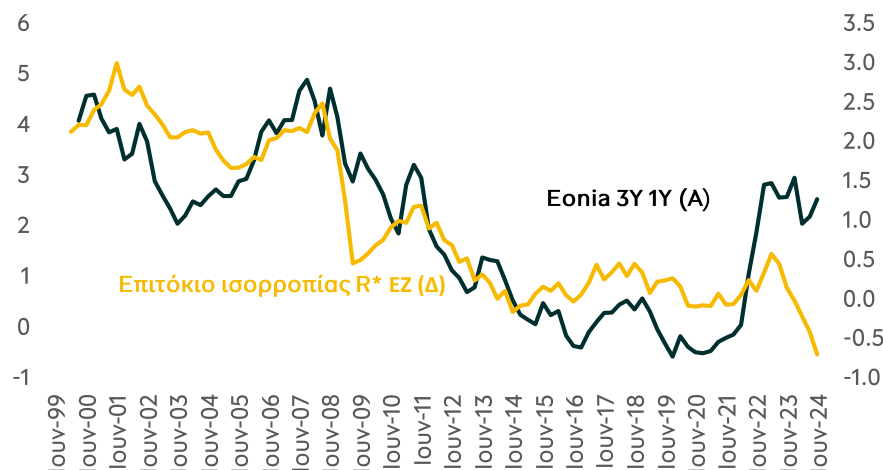


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά: Διατηρούμε Θετική την άποψή μας

- Ενίσχυση κατέγραψαν οι τιμές των ευρωπαϊκών κρατικών ομολόγων το Γ' τρίμηνο. Η απόδοση του γερμανικού 10ετούς ομολόγου σημείωσε στις 5 Αυγούστου χαμηλό (2,08%) από τον Ιανουάριο, καθώς οι ανησυχίες για επιδείνωση της αγοράς εργασίας στις ΗΠΑ και ρητορική της Τράπεζας της Ιαπωνίας (τερματισμός carry trade) έστρεψαν τους επενδυτές στην ασφάλεια του bund. Η καμπύλη 10-2 των ομολόγων της Γερμανίας επέστρεψε σε θετικό επίπεδο για πρώτη φορά από τον Νοέμβριο του 2022.
- Η ΕΚΤ μείωσε κατά 25 μβ όπως αναμενόταν τα επιτόκια συνεχίζοντας τη ρητορική της περί αποφάσεων ανάλογα με τα ισχύοντα δεδομένα. Ωστόσο η αγορά προεξοφλεί μείωση επιτοκίων με πιθανότητα 70% για τη σύσκεψη του Οκτωβρίου. Η μικρότερη αύξηση των μισθών σε επίπεδο τριμήνου (4,7% έναντι 5,3% το Α' τρίμηνο), οι χαμηλότερες τιμές ενέργειας σε ετήσια βάση και η ασθενική εικόνα ορισμένων μάκρο μεγεθών και δεικτών (βιομηχανική παραγωγή EZ, Ifo, ZEW) ενισχύουν τις πιθανότητες για περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ (αύξηση τιμών ομολόγων – μείωση αποδόσεων). Παράλληλα, σε περίπτωση που το εκλογικό αποτέλεσμα στις ΗΠΑ οδηγήσει σε πολιτικές προστατευτισμού η οικονομία της Ευρωζώνης αναμένεται να δοκιμαστεί. Τέλος, η έκθεση Draghi καταδεικνύει ενδογενείς στρεβλώσεις της οικονομίας της Ευρωζώνης, λόγω των οποίων η οικονομία χρειάζεται χαμηλότερα επιτόκια. Οι στρεβλώσεις αυτές φαίνονται στο παρακάτω διάγραμμα. Σε αυτό φαίνεται ποια είναι η στατιστική εκτίμηση για το επιτόκιο ισορροπίας το επόμενο έτος σε 3 χρόνια από σήμερα (2,1%) και το επίπεδο ισορροπίας r^* (βάση του μοντέλου Holston, Laubach, Williams) το οποίο διαμορφώνεται στο -0,7%.
- **Συνέπεια των ανωτέρω, παραμένουμε θετικοί στην άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα ΕΖ, καθώς θεωρούμε ότι η αναιμική ανάκαμψη στην Ευρωζώνη, η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, και πιθανές πολιτικοοικονομικές προκλήσεις αναμένεται να συντηρήσουν το ενδιαφέρον για την ομολογιακή κατηγορία.**
- Παράγοντες κινδύνου για την στρατηγική μας αποτελούν ένα γεωπολιτικό γεγονός το οποίο θα δημιουργούσε εκ νέου πληθωριστικές πιέσεις (αλυσίδες εφοδιασμού, τιμές ενέργειας) ή μια ισχυρότερη της εκτιμώμενης ανάπτυξη που θα οδηγούσαν την ΕΚΤ να αναβάλλει τις εκτιμώμενες μειώσεις επιτοκίων επηρεάζοντας αρνητικά τα ομόλογα.

1 | EONIA 3Y1Y & πραγματικό επιτόκιο ισορροπίας R^*



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά: Ουδέτερη στα IG και Ήπια Αρνητική στα HY

- Τα εταιρικά ομόλογα IG εμφάνισαν παρόμοια κέρδη με τα HY το Γ' τρίμηνο, ωστόσο εμφανίζουν υπερδιπλάσια απόδοση από την αρχή του έτους. Παρότι αυξήθηκε η μεταβλητότητα το καλοκαίρι, το επενδυτικό κλίμα παρέμεινε θετικό στην μετοχική κατηγορία (ισχυρή συσχέτιση HY και μετοχών) και η ΕΚΤ αναμένεται να συνεχίσει τις μειώσεις επιτοκίων. Ωστόσο δεν μπορούμε να παραβλέψουμε ότι το Γ' τρίμηνο ο δείκτης μεταβλητότητας VIX διαμορφώθηκε σε υψηλό από την πανδημία, ωθώντας ανοδικά τα spread τόσο των IG όσο και των HY, καταδεικνύοντας πόσο ευάλωτη είναι η αγορά σε επιδείνωση των στοιχείων.
- **Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας για τα εταιρικά IG.** Στα παρόντα επίπεδα είναι ενσωματωμένα αρκετά θετικά σενάρια, όπως το χαμηλό duration και ότι εξ αιτίας αυτού δεν επωφελούνται τα μέγιστα από την μείωση των επιτοκίων. Ο δείκτης μετρητών και χρηματικών διαθεσίμων ως προς συνολικό χρέος (Διάγραμμα 2) τους τελευταίους μήνες παρουσιάζει σταδιακή επιδείνωση παρά την αυξημένη κερδοφορία των IG εκδοτών. Ωστόσο, παρά την επιδείνωση μακροοικονομικών μεγεθών, οι εκδότες IG εμφανίζουν ανθεκτικότητα σε διάφορους τομείς. Ο δείκτης EBITDA margin Euro IG εκτός χρημ/κων εταιρειών διαμορφώθηκε το Β' τρίμηνο στο 25,5%, αυξανόμενος για δεύτερο συνεχόμενο τρίμηνο και ο δείκτης Net Debt/adj EBITDA εμφανίζει σημάδια σταθεροποίησης.
- Σχετικά με τα HY, τα αδύναμα μάκρο (βιομηχανική παραγωγή, πρόδρομοι δείκτες μεταποίησης κ.α.) δεν προσφέρουν αισιοδοξία στα παρόντα επίπεδα των spreads. Παράλληλα η χαμηλή μέση διάρκεια στη λήξη (2,66) μετριάζει τον αντίκτυπο από τις αναμενόμενες μειώσεις επιτοκίων. Το ποσοστό χρεοκοπίας των ευρωπαϊκών HY παραμένει ωστόσο σε σχετικά υψηλά επίπεδα.
- Παράλληλα, το EBITDA margin των HY διαμορφώθηκε στο 20,7%, υποχωρώντας για τέταρτο συνεχόμενο τρίμηνο και σε συνδυασμό με την επιδείνωση ορισμένων πρόδρομων δεικτών δεν προβλέπεται άμεσα ισχυρή ανάκαμψη.
- **Για τους ανωτέρους λόγους διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση.**

2| EZ IG Spreads & Δείκτης Συνολικού Χρέους/Διαθέσιμα



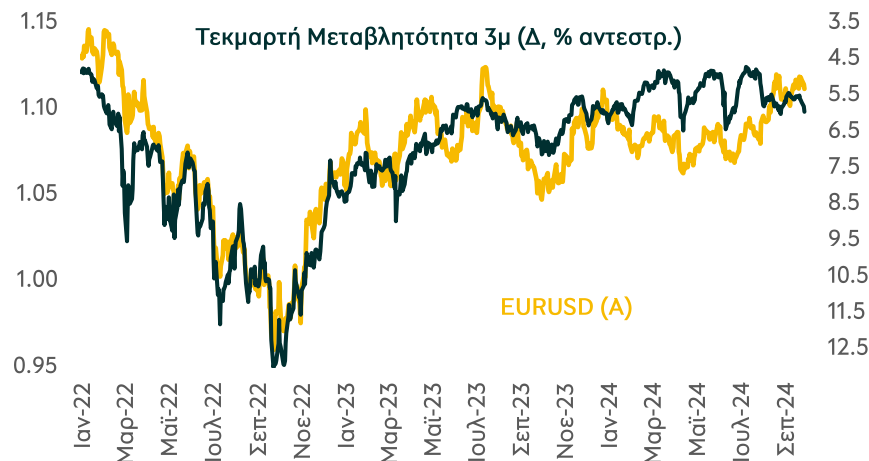
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

05 Συνάλλαγμα

5.1 EURUSD: Αρνητική άποψη

- Στο Γ' τρίμηνο του έτους ο δείκτης DXY υποχώρησε κατά 5% περίπου, κυρίως λόγω της ενίσχυσης του γεν. Η οικονομία των ΗΠΑ όχι μόνο αναπτύσσεται γρηγορότερα από τις άλλες βασικές οικονομίες (3% έναντι 0,6% στην ΕΖ και -1% στην Ιαπωνία) αλλά αναμένεται να συνεχίσει την υπεραπόδοση και για το 2025 όπου οι αναλυτές αναμένουν μια επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ στο 1,7% σε σύγκριση με το 1,3% της ΕΖ και το 1,2% της Ιαπωνίας. **Σε αυτό το στάδιο οι προσδοκίες για επιβράδυνση στις ΗΠΑ αντιπαράτιθενται με αυτές για ανάκαμψη στον υπόλοιπο κόσμο και έχουν συνεισφέρει στην υποχώρηση του δολαρίου.** Ταυτόχρονα, η Fed έχει σηματοδοτήσει ότι, από την μια πλευρά εκτιμά ότι η πορεία του πληθωρισμού θα είναι πτωτική ενώ παράλληλα έδειξε πρόθυμη να αρχίσει, επιθετικά στην αρχή, μια πορεία μειώσεων των επιτοκίων έτσι ώστε να αντιμετωπιστούν οι διαφαινόμενες ρωγμές στη αγορά εργασίας. Το πλαίσιο αυτό από μόνο του, παράλληλα με τις εμμένουσες διαθρωτικές αδύναμες της οικονομίας των ΗΠΑ (έλλειμμα των τρεχουσών συναλλαγών και δημοσιονομικό έλλειμμα στο 3% και 6% του ΑΕΠ) θα μπορούσε να συνηγορήσει σε μια περαιτέρω υποχώρηση του δολαρίου. Οι παράγοντες αυτοί παράλληλα με ιδιοσυγκρασιακούς παράγοντες στον υπόλοιπο κόσμο αναμένεται να επηρεάσουν την αγορά.
- EURUSD: Η οικονομία της ΕΖ βρίσκεται σε μια προσπάθεια κυκλικής ανάκαμψης. Η αβεβαιότητα της ανάκαμψης αυτής είναι πολύ σημαντική, κυρίως λόγω των δικών της διαρθρωτικών αδυναμιών που έχουν να κάνουν με την χαμηλή παραγωγικότητα και την χαμηλή δυνητική ανάπτυξη. Για αυτούς τους λόγους η οικονομία έχει ανάγκη πολύ χαμηλότερα επιτόκια από αυτά που προεξοφλεί η αγορά και αναμένουμε ότι σύντομα η ΕΚΤ θα σηματοδοτήσει μια πιο επιθετική πολιτική νομισματικής χαλάρωσης. Επίσης, οι πολιτικές εξελίξεις στην ΕΖ παραμένουν «φυγόκεντρες»: Τα γαλλικά spread παραμένουν υψηλά, ενώ συνεχίζεται η άνοδος των ακροδεξιών κομμάτων τα οποία παραδοσιακά είναι εναντίων όποιας, αναγκαίας, εμβάθυνσης της νομισματικής ένωσης, σύμφωνα και με την έκθεση Draghi. Συνεχίζουμε να αναμένουμε άνοδο της μεταβλητότητας. **Διατηρούμε την αρνητική άποψη μας για την ισοτιμία EURUSD, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και μεταβάλλουμε την ετήσια από θετική σε ήπια αρνητική.** Η ανοδική δυναμική της ισοτιμίας θα μπορούσε να εκδηλωθεί ως το 1,1380 (από το 1,1215) με το κάτω μέρος του ετήσιου εύρους να προσαρμόζεται αντίστοιχα ανοδικά στο 1,05 (από το 1,035), με διατήρηση του ετήσιου στόχου στο 1,10.

1 | Τεκμαρτή Μεταβλητότητα & Ισοτιμία EURUSD

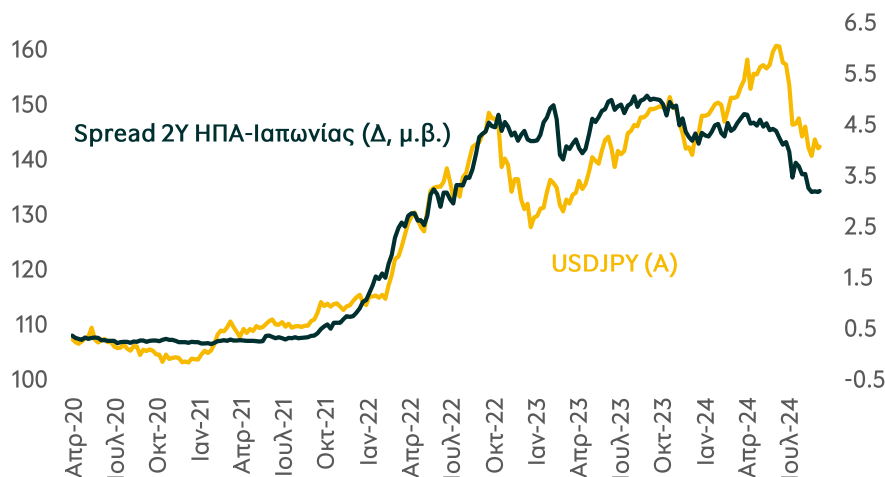


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

5.2 USDJPY: Αρνητική | EURGBP: Ουδέτερη (Αρνητική βραχυπρόθεσμα)

- USDJPY:** Η ισοτιμία υποχώρησε 12% κατά το Γ' τρίμηνο καθώς η αγορά άρχισε να προεξοφλεί την αντίθεση μεταξύ της περιοριστικής νομισματικής της BoJ με την χαλαρή της Fed, «υπακούοντας» τελικά στην σχέση της με το spread διετών αποδόσεων (Διάγραμμα 1). Η δυναμική αυτή αναμένεται να συνεχιστεί καθώς η οικονομία της Ιαπωνίας προσπαθεί να κάνει μια μεταστροφή προς την εγχώρια κατανάλωση με στήριξη των εισοδημάτων. Στο πλαίσιο αυτό ένα δυνατό γεν αποτελεί θετική εξέλιξη ενώ άνοδοι του πληθωρισμού αδυνατίζουν την αγοραστική δύναμη. Επίσης η Ιαπωνία έχει μικρότερο δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ από τις ΗΠΑ (4,2% έναντι 6%) και πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στο 3% του ΑΕΠ. Αναμένουμε ότι η περαιτέρω αποκλιμάκωση των spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας αλλά και η άνοδος της μεταβλητότητας θα ενισχύσουν το γεν περαιτέρω. **Προσαρμόζουμε καθοδικά το αναμενόμενο ετήσιο εύρος σε 132 – 147 (προηγ. 145 – 165) με πτώση του ετήσιου στόχου στο 136 (προηγ. 145).**
- EURGBP:** Ο πληθωρισμός εμφανίζεται εμμένων στον Ηνωμένο Βασίλειο (HB) ιδίως σε σχέση με την ΕΖ με αποτέλεσμα την πιο προσεκτική και σταδιακή νομισματική χαλάρωση εκ μέρους της Τράπεζας της Αγγλίας. Αποτέλεσμα αυτού είναι η διεύρυνση των spread HB-Γερμανίας η οποία ωθεί την ισοτιμία EURGBP προς τα κάτω. Η κίνηση αυτή θα μπορούσε να συνεχιστεί καθώς αναμένουμε την ΕΚΤ να προβεί σε μια πιο χαλαρή πολιτική αλλά και στο ενδεχόμενο που οι αγορές θα αρχίσουν να προεξοφλούν τις δυσμενείς πολιτικές εξελίξεις στην ΕΖ (που αναφέραμε και προηγουμένως). **Έτσι παρότι η στερλίνα παραμένει «ακριβή» σε σχέση με το ευρώ, (δημοσιονομικά και εμπορικά ελλείμματα) είναι πιθανό οι πιέσεις στο ευρώ να συνεχιστούν. Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω διατηρούμε την αρνητική άποψή μας για την ισοτιμία EURGBP, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και μεταβάλλουμε την ετήσια σε ουδέτερη από θετική. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται στο 0,8200- 0,8680 με στόχο στο 0,8300 (από 0,8600).**

1 | Διαφορά αποδόσεων 2-ετίας ΗΠΑ-Ιαπωνίας & USDJPY



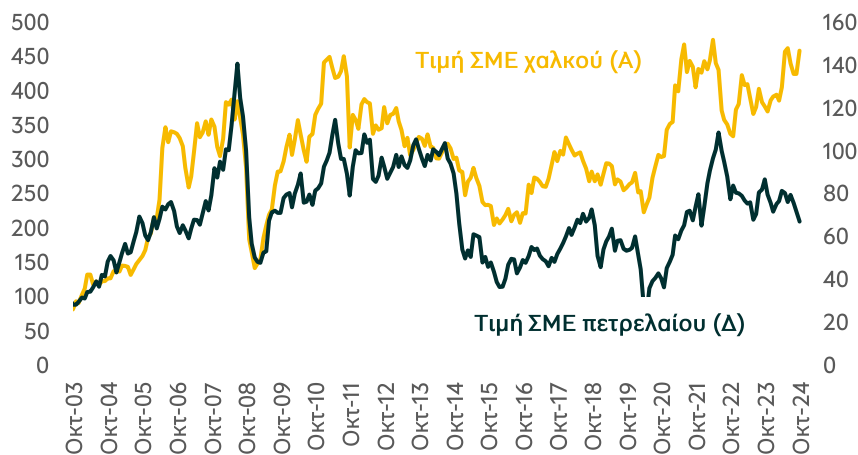
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

06 Εμπορεύματα

6.1 Πετρέλαιο: Διατηρούμε την Ουδέτερη άποψή μας

- **Οι τιμές του πετρελαίου το Γ' τρίμηνο υποχώρησαν σημαντικά** (WTI -18%, Brent -17%) παρά τη διατήρηση των γεωπολιτικών εντάσεων και την αποδυνάμωση του δολαρίου. Γιατί συνέβη αυτό;
- Σύμφωνα με την ανάλυση μας μία σειρά παραγόντων οδήγησαν σε αυτή την αποκλιμάκωση. Αρχικά, **η αγορά αναπροσάρμοσε τις εκτιμήσεις της** και εκεί που προέβλεπε έλλειμμα προσφοράς για το 2025, τώρα εκτιμά οριακό πλεόνασμα προσφοράς. Δεύτερον, παρά τα προσφάτως ανακοινωθέντα μέτρα στήριξης της κινεζικής οικονομίας, **η αδύναμη εικόνα ζήτησης** αντανακλάται τόσο στους μακροοικονομικούς δείκτες όσο και στο ρυθμό παραγωγής των κινεζικών διυλιστηρίων, ο οποίος βρέθηκε τον Ιούλιο σε χαμηλό (47,4%) σχεδόν 4 ετών. Τρίτον, **η προσδοκία ότι η αυξημένη ζήτηση εποχιακά** για μετακινήσεις στις ΗΠΑ θα οδηγούσε σε άνοδο της τιμής του WTI όπως έγινε πέρυσι το καλοκαίρι δεν επαληθεύτηκε με βάση την εικόνα των αποθεμάτων. Παράλληλα, δεδομένου ότι δεν υπήρξε σημαντική κλιμάκωση που να επηρεάσει άμεσα τις τιμές (π.χ. κλείσιμο στενών Ορμούζ), η επίδραση του γεωπολιτικού παράγοντα στις τιμές μετριασθηκε με την πάροδο του χρόνου. Τέλος, η τεχνική εικόνα της τιμής πετρελαίου παραμένει επιβαρυνμένη. Ωστόσο, υπάρχουν ορισμένοι παράγοντες που δρουν ευνοϊκά στην τιμή.
- Βάσει ιστορικής εμπειρίας με την μείωση των επιτοκίων από τη Fed και με την προϋπόθεση ότι δεν θα υπάρξει ύφεση, οι τιμές πετρελαίου τείνουν να αυξάνονται. Παράλληλα, ο ΟΠΕΚ+ παρά τις επιμέρους διαφωνίες μεταξύ των μελών έχει αποδείξει ιστορικά ότι έχει τη βούληση να στηρίξει τις τιμές αναπροσαρμόζοντας τη στρατηγική του. **Η σχέση του πετρελαίου με άλλα εμπορεύματα όπως ο χαλκός (Διάγραμμα 1) βρίσκεται σε πολυετή χαμηλά.** Τέλος, συσχετίζοντας την τιμή πετρελαίου με παράγοντες όπως το δολάριο, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια, την κλίση της καμπύλης των αμερικανικών ομολόγων και τα επίπεδα προσφοράς- ζήτησης εκτιμάται δίκαιη τιμή περί τα 80\$/βαρέλι.
- **Συμπερασματικά, για τεχνικούς κυρίως λόγους παραμένουμε ουδέτεροι για την τιμή πετρελαίου, παρότι εμφανίζεται σχετικά φθινό στο μοντέλο αποτίμησής μας. Εκτιμούμε ότι το επόμενο διάστημα θα διαπραγματευτεί σε εύρος διακύμανσης (\$65 - \$80).** Για να διασπαστεί αυτό το εύρος διακύμανσης καθοδικά θα χρειαστεί να συμβεί κάποια σημαντική οικονομική επιδείνωση και για ανοδική διαφυγή θα απαιτηθούν ορισμένες θετικές οικονομικές εκπλήξεις, κίνηση από τον ΟΠΕΚ ή γεωπολιτική όξυνση.

1 | Τιμές ΣΜΕ Πετρελαίου & Χαλκού

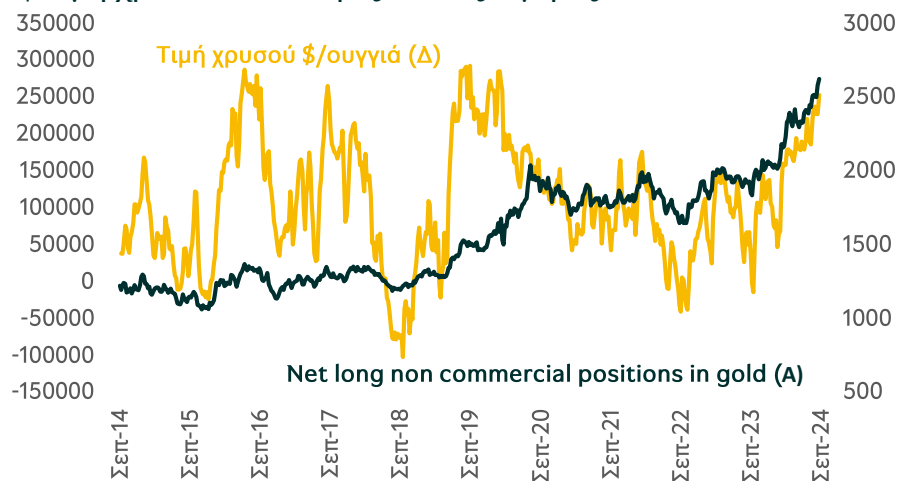


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6.2 Χρυσός: Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψή μας

- **Η τιμή του χρυσού σημείωσε νέο ιστορικό ρεκόρ** (26 Σεπτ.: 2.685,5\$/ ουγγιά). Ο γεωπολιτικός παράγοντας συνεχίζει και κυριαρχεί στην τιμή του χρυσού.
- **Οι αγορές χρυσού από Κεντρικές Τράπεζες ιδιαίτερα από χώρες της Ασίας**, στον απόηχο της δέσμευσης ρωσικών περιουσιακών στοιχείων λόγω του πολέμου της Ουκρανίας, συνεχίζουν και επιδρούν ευνοϊκά στην τιμή. Ο χρυσός προσφέρει αντιστάθμιση, τόσο σε περίπτωση ύφεσης, όσο και πολέμων διαχρονικά κατά πολύ μεγάλο ποσοστό. Παράλληλα, δίνει τη δυνατότητα διαφοροποίησης σε περίπτωση προστατευτικών πολιτικών εν αναμονή των εκλογών στις ΗΠΑ, αλλά και εξαιτίας των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων στις ΗΠΑ. Η μείωση του φόρου εισαγωγών χρυσού από το 15% στο 6% στην Ινδία εν μέσω αυξημένης εποχιακής ζήτησης (γάμοι, εορτές) αναμένεται να δράσει υποστηρικτικά.
- **Σύμφωνα με το World Gold Council οι εισροές σε ETF χρυσού ανήλθαν σε \$2,1 δις** τον Αύγουστο καταγράφοντας αύξηση για τέταρτο συνεχόμενο μήνα και οι καθαρές αγορές από Κεντρικές Τράπεζες ανήλθαν σε 37 τόνους τον Ιούλιο αντανακλώντας το έντονο αγοραστικό ενδιαφέρον.
- Ωστόσο, οι αγορές χρυσού από Κεντρικές Τράπεζες ειδικά, τείνουν να μειώνονται όσο αυξάνεται η τιμή του χρυσού. Παράλληλα, σύμφωνα με τοποθετήσεις αξιωματούχων της Fed είναι επιθυμητό να μειωθεί ο ισολογισμός της Fed ως ποσοστό επί του ΑΕΠ, γεγονός που αν συμβεί θα έχει αρνητικό αντίκτυπο στην τιμή του χρυσού και στη σχέση του με άλλα εμπορεύματα. Οι επενδυτές στην αγορά παραγώγων έχουν αυξήσει τις καθαρές θέσεις αγοράς τους σε υψηλό από τον Μάρτιο του 2020 (Διάγραμμα 1). Θεωρούμε ότι είναι υπερβολικό το επίπεδο αυτό, καθώς αντίστοιχο ενδιαφέρον παρατηρήθηκε σε μια εποχή σημαντικής αβεβαιότητας (covid) και αναμένουμε να μειωθεί συμπαρασύροντας διορθωτικά και την τιμή χρυσού.
- **Συνεχίζουμε την ήπια αρνητική άποψη για τον χρυσό, καθώς θεωρούμε ότι αρκετοί ευνοϊκοί παράγοντες έχουν ενσωματωθεί στις τιμές, ιδιαίτερα σε αυτά τα ιστορικά υψηλά επίπεδα και η τιμή είναι ευάλωτη σε διόρθωση.** Μείωση του γεωπολιτικού premium ή το ενδεχόμενο ο κύκλος μείωσης των επιτοκίων από τη Fed να μην είναι τόσο επιθετικός όσο αναμένει η αγορά θα μπορούσε να προκαλέσει ρευστοποιήσεις.

1 | Τιμή χρυσού & Καθαρές Θέσεις Αγοράς



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

07 Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας καθώς οι αποτιμήσεις δεν εμφανίζονται ελκυστικές και οι προσδοκίες για την κερδοφορία παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, αυξάνοντας τον κίνδυνο απογοήτευσης των επενδυτών.
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ΕΖ, καθώς θα πρέπει να υπάρξει βελτίωση στα μακροοικονομικά μεγέθη και στην αύξηση του ρυθμού της προσφοράς χρήματος ώστε να αναπροσαρμόσουμε ανοδικά την στάση μας.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, εν μέσω εκτιμήσεων ότι θα συνεχιστούν οι αυξήσεις των επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα. Ορισμένα από τα μακροοικονομικά μεγέθη βρίσκονται σε σταθεροποίηση.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις ΑΑ, καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία εμφανίζουν καλύτερη εικόνα από αυτή των ανεπτυγμένων αγορών. Αντιθέτως τα στοιχεία για την Κίνα δείχνουν αναίμικη ανάπτυξη. Ωστόσο η αγορά αντιδρά ανοδικά στα μέτρα τόνωσης της οικονομίας που ανακοινώθηκαν.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ήπια Θετική	Μεταβάλλουμε από θετική σε ήπια θετική την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ, κατοχυρώνοντας κέρδη. Ο υψηλός αριθμός short θέσεων στα treasuries και η επιδείνωση των μάκρο στις ΗΠΑ με λιγότερο αρνητικό ρυθμό μας οδηγούν σε αυτή την μεταβολή.
Κρατικά Ευρωζώνης	Θετική	Διατηρούμε θετική την άποψή μας, καθώς η επιδείνωση των μάκρο θα οδηγήσουν σε περαιτέρω μείωση των επιτοκίων. Παράλληλα, θεωρούμε ότι το μακροχρόνιο επιτόκιο ισορροπίας θα ισορροπήσει χαμηλότερα των εκτιμήσεων της αγοράς.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Μεταβάλλουμε από ήπια θετική σε ουδέτερη την άποψή μας, κατοχυρώνοντας κέρδη και συμβαδίζοντας με την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ, καθώς στα παρόντα επίπεδα τα spreads αποτυπώνουν μια ειδυλλιακή κατάσταση της οικονομίας (priced to perfection) και η χαμηλή μέση διάρκειά τους μετριάξει τις θετικές επιπτώσεις από την μείωση των επιτοκίων.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς στα παρόντα επίπεδα είναι προεξοφλημένα αρκετά θετικά σενάρια, όπως το χαμηλό duration και ότι δεν επωφελούνται τα μέγιστα από τις μειώσεις των επιτοκίων. Ωστόσο, παρά την επιδείνωση των μάκρο, ορισμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες εμφανίζουν ανθεκτικότητα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας. Τα αδύναμα μακροοικονομικά μεγέθη της Ευρωζώνης, η χαμηλή μέση διάρκεια και ορισμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες μας καθιστούν επιφυλακτικούς για την κατηγορία.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Αρνητική	Διατηρούμε την αρνητική άποψή μας για την ισοτιμία EURUSD σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα και μεταβάλλουμε την ετήσια από θετική σε ήπια αρνητική. Τα αναμενόμενα ετήσια όρια διακύμανσης διαμορφώνονται σε 1,0500 - 1,1380 με διατήρηση του ετήσιου στόχου στο 1,1000.
USDJPY	Αρνητική	Προσαρμόζουμε καθοδικά το αναμενόμενο ετήσιο εύρος σε 132-147 (προηγ.145-165) με πτώση του ετήσιου στόχου στο 136 (προηγ.145)
EURGBP	Ουδέτερη	Παρότι η στερλίνα παραμένει υπερτιμημένη σε σχέση με το ευρώ με βάση τα δημοσιονομικά, οι πιέσεις στο ευρώ είναι πιθανό να συνεχιστούν. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται σε 0,8200-0,8680 με στόχο στο 0,83 (από 0,86).
Εμπορεύματα		
Χρυσός	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας. Οι αγορές των Κεντρικών Τραπεζών όσο ανεβαίνει η τιμή αναμένεται να περιοριστούν και στην τιμή έχουν ενσωματωθεί αρκετά θετικά σενάρια (μειώσεις πραγματικών επιτοκίων).
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς αν και η τιμή εμφανίζεται ελκυστική με βάση τις παραμέτρους του μοντέλου μας και η γεωπολιτική αβεβαιότητα παραμένει, ωστόσο η τεχνική εικόνα είναι επιβαρυνμένη και η αγορά εστιάζει στις εκτιμήσεις για πλεόνασμα προσφοράς.

Παράρτημα

Βασικό μακροοικονομικό δείκτης ΗΠΑ

		Πραγματικό ΑΕΠ		Αγορά Εργασίας		Πληθωρισμός (βάσει του:		
		SA Τριμηνιαία ετησιοποιη- μένη % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	% ανεργίας	Νέες θέσεις εργασίας*	Δείκτη Τιμών Καταναλωτή	Price Index PCE (SA)	Core PCE (SA)**
2020		-2.2	-2.2	3.7	166	1.2	1.1	1.3
2021		6.1	6.1	8.1	-773	4.7	4.1	3.6
2022		2.5	2.5	5.4	604	8.0	6.6	5.4
2023		2.9	2.9	3.6	377	4.1	3.8	4.2
2022	Q1	-1	4	3.8	536	8.0	6.6	5.6
	Q2	0.3	2.5	3.6	326	8.7	6.9	5.3
	Q3	2.7	2.3	3.5	396	8.3	6.7	5.4
	Q4	3.4	1.3	3.6	252	7.1	6.0	5.2
2023	Q1	2.8	2.3	3.5	305	5.8	5.1	4.9
	Q2	2.4	2.8	3.6	274	4.0	3.9	4.6
	Q3	4.4	3.2	3.7	213	3.5	3.4	3.9
	Q4	3.2	3.2	3.7	212	3.2	2.8	3.2
2024	Q1	1.6	2.9	3.8	267	3.3	2.7	3.0
	Q2	3	3	4.0	147	3.2	2.6	2.7
	Q3	;	;	;	;	;	;	;
	Q4	;	;	;	;	;	;	;
Απρ-24				3.9	108	3.4	2.7	2.9
Μαΐ-24				4.0	216	3.3	2.6	2.7
Ιουν-24				4.1	118	3.0	2.4	2.6
Ιουλ-24				4.3	89	2.9	2.5	2.6
Αυγ-24				4.2	142	2.5	2.2	2.7
Σεπ-24				;	;	;	;	;

* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.
**PCE-food & energy

Βασικό μακροοικονομικό δείκτης ΗΠΑ (συνέχεια)

		ISM		Καταναλωτική Εμπιστοσύνη		Εμπορικό Ισοζύγιο	Βιομηχανική Παραγωγή		Λανθές Πωλήσεις		NAHB
		Μετα- ποίησης	Υπηρεσιών	Παν/μίου Μίσθων	Confidence Board	(SA-δισ.€)	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	
2020		52.4	54.3	81.5	101.0	-54.5	-7.1	-7.1	0.7	0.7	70.0
2021		60.6	62.4	77.6	112.7	-70.7	0.0	4.4	18.4	18.4	81.2
2022		53.5	56.1	59.0	104.5	-78.7	4.4	3.4	8.9	8.9	59.0
2023		47.1	52.8	65.4	105.4	-65.4	3.4	0.2	3.4	3.4	44.3
2022	Q1	57.7	58.5	63.1	108.1	-91.5	3.9	4.5	3.0	12.1	81.0
	Q2	55.0	56.9	57.9	103.4	-83.6	3.9	3.7	3.1	8.8	71.0
	Q3	52.1	56.0	56.1	102.2	-70.3	1.4	3.6	0.0	9.3	50.0
	Q4	49.0	53.0	58.8	104.2	-69.5	-1.8	1.9	0.1	6.1	34.0
2023	Q1	47.2	53.6	64.6	104.5	-66.9	0.0	0.7	1.8	5.2	40.3
	Q2	46.7	52.3	62.4	105.4	-67.9	0.3	0.1	0.0	1.7	50.0
	Q3	47.6	53.4	69.7	109.0	-62.2	1.2	0.0	1.4	3.2	50.0
	Q4	46.9	51.6	64.9	102.7	-64.7	-1.8	-0.2	0.8	3.7	37.0
2024	Q1	49.1	52.5	78.4	106.3	-67.7	-1.8	-0.6	-0.2	3.2	47.7
	Q2	48.8	50.7	71.5	98.9	-74.4	2.9	0.3	0.5	2.3	46.3
	Q3	46.8	;	68.1	102.1	;	;	;	;	;	40.3
	Q4	;	;	;	;	;	;	;	;	;	;
Απρ-24		49.2	49.4	77.2	97.5	-74.9	-0.1	-0.3	-0.2	3.8	51.0
Μαΐ-24		48.7	53.8	69.1	101.3	-75.3	0.7	0.2	0.2	3.1	45.0
Ιουν-24		48.5	48.8	68.2	97.8	-73.0	0.1	0.9	-0.3	-0.1	43.0
Ιουλ-24		46.8	51.4	66.4	101.9	-78.8	-0.9	-0.6	1.1	4.2	41.0
Αυγ-24		47.2	51.5	67.9	105.6	;	0.8	0.1	0.1	2.5	39.0
Σεπ-24		47.2	54.9	70.1	98.7	;	;	;	;	;	41.0

Βασικό μακροοικονομικό δείκτης Ευρωζώνης

Χρονική Περίοδος	Πραγματικό ΑΕΠ		Πληθωρισμός (βάσει του ΕΝΔΤΚ)		Πρόδρομοι Δείκτες		
	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Συνολικός	Δομικός	Σύνθετος PMI	Οικονομικού κλίματος	Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης
2020	-6.1	-6.1	0.3	0.7	44.0	87.9	-14.2
2021	6.2	6.2	2.6	1.5	54.9	111.2	-7.5
2022	3.3	3.3	8.4	3.9	51.4	102.1	-21.9
2023	0.4	0.4	5.5	5.0	49.8	96.4	-17.4
2022 Q1	0.4	5.4	6.1	2.7	54.2	111.3	-13.6
Q2	0.9	3.9	8.0	3.7	54.2	104.2	-22.7
Q3	0.5	2.6	9.3	4.4	49.0	97.6	-27.1
Q4	-0.1	1.7	10.0	5.1	48.1	95.4	-24.4
2023 Q1	0.0	1.3	8.0	5.5	52.0	99.2	-19.6
Q2	0.1	0.5	6.2	5.5	52.3	97.2	-17.0
Q3	0.0	0.0	4.9	5.1	47.5	94.3	-16.3
Q4	0.1	0.2	2.7	3.7	47.2	94.8	-16.7
2024 Q1	0.3	0.5	2.6	3.1	49.1	96.0	-15.5
Q2	0.2	0.6	2.5	2.8	51.6	95.9	-14.3
Q3	:	:	2.2	2.8	50.3	96.2	-13.1
Q4	:	:	:	:	:	:	:
Απρ-24			2.4	2.7	51.7	95.6	-14.7
Μαΐ-24			2.6	2.9	52.2	96.2	-14.3
Ιουν-24			2.5	2.9	50.9	96.0	-14.0
Ιουλ-24			2.6	2.9	50.2	96.0	-13.0
Αυγ-24			2.2	2.8	51.0	96.5	-13.4
Σεπ-24			1.8	2.7	49.6	96.2	-12.9

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

Βασικό μακροοικονομικό δείκτης Ευρωζώνης (συνέχεια)

Χρονική Περίοδος	Ανεργία %	Εμπορικό Ίσοζυγιο		Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		Προσφορά χρήματος Μ3 Ετήσια % μεταβολή
		SA-δ.σ.ε*	NSA-δ.σ.ε*	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	
2020	7.9	219.8	225.7	-7.7	-7.7	-1.3	-1.3	9.0
2021	7.8	99.4	106.3	8.8	8.8	5.5	5.5	9.0
2022	6.8	-345.8	-334.9	2.2	2.2	1.0	1.0	5.8
2023	6.6	59.7	66.4	-2.2	-2.2	-2.0	-2.0	0.5
2022 Q1	6.9	-56.5	-61.8	0.7	1.5	-0.3	6.4	6.6
Q2	6.8	-98.4	-93.6	0.2	2.0	-0.9	1.6	6.2
Q3	6.8	-128.0	-127.9	1.7	3.5	-0.4	-0.3	5.9
Q4	6.7	-62.9	-51.6	-1.4	2.0	-1.1	-2.7	4.4
2023 Q1	6.6	-8.6	-9.4	0.3	0.8	-0.5	-2.8	2.5
Q2	6.5	3.8	6.4	-1.7	-0.9	-0.3	-2.2	0.9
Q3	6.6	25.4	23.2	-2.0	-4.9	-0.2	-2.3	-1.0
Q4	6.5	39.0	46.2	-0.1	-4.0	0.3	-0.7	-0.6
2024 Q1	6.5	59.1	57.2	-1.1	-4.7	0.0	-0.1	0.5
Q2	6.5	47.4	49.3	-0.4	-3.6	0.1	0.0	1.7
Q3	:	:	:	:	:	:	:	:
Q4	:	:	:	:	:	:	:	:
Απρ-24	6.4	18.7	14.4	-0.2	-3.3	0.0	0.7	1.3
Μαΐ-24	6.5	11.7	13.2	-0.9	-3.5	0.1	0.5	1.5
Ιουν-24	6.5	17.0	21.7	0.0	-4.1	-0.4	-0.4	2.3
Ιουλ-24	6.4	15.5	21.2	-0.3	-2.2	0.1	-0.1	2.3
Αυγ-24	6.4	:	:	:	:	:	:	2.9
Σεπ-24	:	:	:	:	:	:	:	;

Στοιχεία Επικοινωνίας

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεκκός Ηλίας <i>Chief Economist</i>	Lekkosi@piraeusbank.gr Τηλ. 210 328 8120
Πατίκης Βασίλειος <i>Director</i>	Patikisv@piraeusbank.gr Τηλ. 210 373 9178
Παπιώτη Λιάνα <i>Adm. Assistant</i>	PapiotiE@piraeusbank.gr Τηλ. 210 328 8187

Οικονομική Ανάλυση

Παπακώστας Χρυσοβαλάντης	Papakostasc@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4491
---------------------------------	---

Ρόσικα Δημητρία	RotsikaD@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4494
------------------------	--

Στεφάνου Αικατερίνη	StefanouA@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4522
----------------------------	---

Επενδυτική Στρατηγική

Γαβαλάς Στέφανος	Gavalass@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4503
-------------------------	--

Γαρέφος Λουκάς	GarefosL@piraeusbank.gr Τηλ. 210 3739 182
-----------------------	--

Διακουμάκου Ευαγγελία	DiakoumakouE@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4528
------------------------------	--

Σακαρέλης Νίκος	SakarelisN@piraeusbank.gr Τηλ. 210 3739 173
------------------------	--

Γνωστοποίηση

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 σύγκρουσεις 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 έγγραφη ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.
- β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
- γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
- δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
- ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με

- α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και
- β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της.

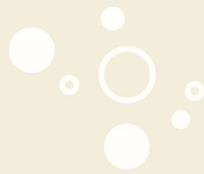
Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

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

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



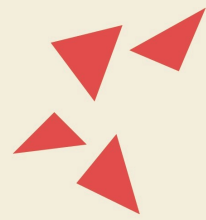
ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ