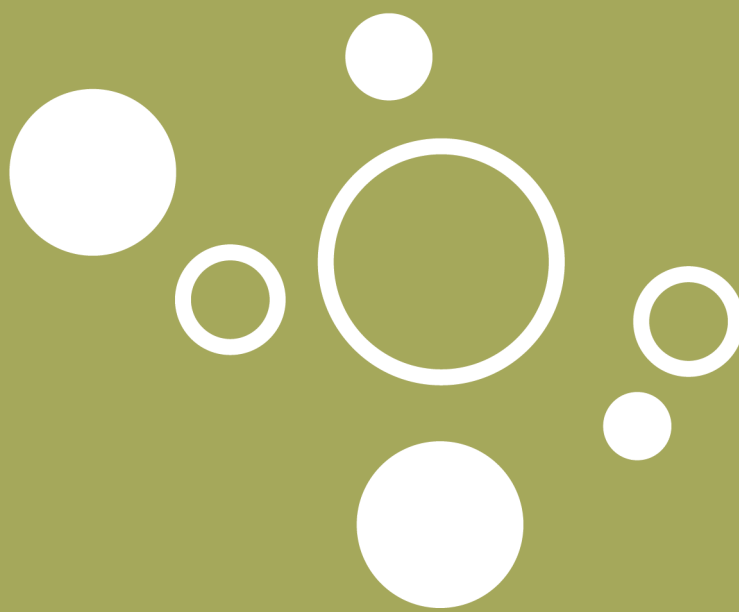


2^ο ΤΡΙΜΗΝΟ 2023



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	26
5. ΟΜΟΛΟΓΑ	28
5.1 ΗΠΑ Κρατικά	28
5.2 ΗΠΑ Εταιρικά	30
5.3 Ευρωζώνη Κρατικά	31
5.4 Ευρωζώνη Εταιρικά	32
5.5 Αναδυόμενες Αγορές	33
6. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ	34
6.1 Δολάριο ΗΠΑ	34
6.2 EURUSD	35
6.3 USDJPY	36
6.4 EURGBP	37
7. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ	38
7.1 Πετρέλαιο	39
7.2 Χρυσός	40
8. ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ	42
9. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ	45



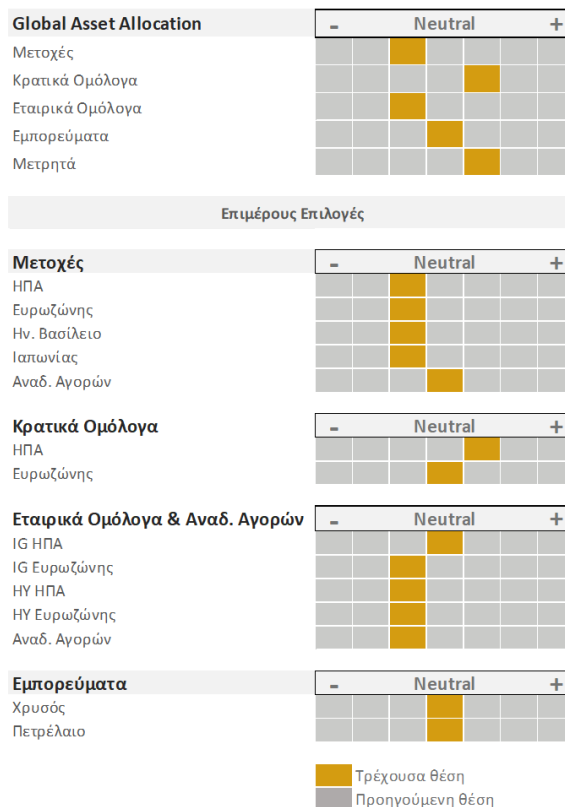
ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΘΕΣΕΙΣ

Με το τέλος του Α' τμήνου του 2023 όλες σχεδόν οι αγορές παραμένουν σε θετικό έδαφος, αντιστρέφοντας μέρος των απωλειών του 2022. Τον Μάιο, η Fed σηματοδότησε μια πιθανή παύση της ανόδου των επιτοκίων χωρίς, όμως, να σταματάει να δηλώνει ανήσυχη για τον πληθωρισμό. Στις ΗΠΑ, όπως και στην Ευρωζώνη, οι περισσότεροι πρόδρομοι δείκτες, κυρίως από τον κλάδο της μεταποίησης, συνεχίζουν να δείχνουν μια αυξημένη πιθανότητα επιβράδυνσης/ ύφεσης. Κατά συνέπεια:

Διατηρούμε τον αμυντικό προσανατολισμό μας στις μετοχές, κυρίως λόγω αποτιμήσεων και της πιθανότητας ύφεσης το επόμενο διάστημα. Στις ΗΠΑ, Ευρωζώνη, Ην. Βασίλειο και Ιαπωνία, διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη. Στις Αναδυόμενες Αγορές η άποψή μας παραμένει ουδέτερη.

Στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ η άποψή μας παραμένει ήπια θετική και στην Ευρωζώνη παραμένει ουδέτερη. **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 υποβαθμίζεται σε ήπια αρνητική, ενώ παραμένει **ουδέτερη**, τόσο για τον χρυσό όσο και για το πετρέλαιο.





01

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Με το τέλος του Α' τριμήνου του 2023, όλες σχεδόν οι αγορές παραμένουν σε θετικό έδαφος, αντιστρέφοντας μέρος των απωλειών του 2022. Αυτή η ταυτόχρονη ανοδική κίνηση των μετοχών και ομολόγων μαρτυρεί, ίσως, ότι ο βασικός παράγοντας πίσω από την κίνηση αυτή είναι οι προσδοκίες για μια επικείμενη αλλαγή της στάσης της νομισματικής πολιτικής (αρχικά στις ΗΠΑ), η οποία, στην ουσία, υποδηλώνει μια σχετικά γρήγορη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, παράλληλα με μια σχετικά αισιόδοξη προεξόφληση των προοπτικών της ανάπτυξης.

Τα οικονομικά στοιχεία στις ΗΠΑ πράγματι συνηγορούν σε μια αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η οποία, όμως, παραμένει αρκετά σταδιακή και όχι συμβατή με ένα περιβάλλον σημαντικά χαλαρότερης νομισματικής πολιτικής. Πιο συγκεκριμένα, ο πυρήνας του πληθωρισμού των καταναλωτικών δαπανών βρίσκεται στο 4,59% οριακά χαμηλότερος από το (ανοδικά αναθεωρημένο) 4,63% του τέλους του 2022. Παράλληλα, όμως, τα ετήσια συμβόλαια ανταλλαγής πληθωριστικού κινδύνου στις ΗΠΑ (inflation swaps) και εμμέσως, ίσως, και οι υπόλοιπες αγορές, προεξοφλούν μια πολύ γρήγορη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στο 2,3%. Η τιμή αυτή είναι πιο λογικό να παρατηρηθεί στο τέλος του 2024 και όχι του 2023 (εκεί συγκλίνουν και οι προσδοκίες των αναλυτών). Οι προσδοκίες για μια ουσιαστική αλλαγή της στάσης της Fed εδραιώθηκαν ύστερα από την πρόσφατη «μίνι» τραπεζική κρίση, η οποία οδήγησε στη χρεωκοπία τριών περιφερειακών τραπεζών και μετέβαλε, ουσιαστικά, τη ρητορική της Κεντρικής Τράπεζας των ΗΠΑ. Ύστερα από τη συνεδρίαση του Μαΐου, η Fed σηματοδότησε μια πιθανή παύση της ανόδου των επιτοκίων χωρίς, όμως, να σταματάει να δηλώνει ανήσυχη για τον πληθωρισμό. Έτσι, στην ουσία, η αγορά συνεχίζει να βρίσκεται «μπροστά» από την Fed, προσδοκώντας μειώσεις 100 μβ έως τον Φεβρουάριο του 2024. Το σενάριο αυτό θα ήταν πιο πιθανό με μια ουσιαστική επιδείνωση των οικονομικών δεδομένων ή μιας εξάπλωσης της τραπεζικής κρίσης, αλλά όχι μόνο με την παρούσα δυναμική του πληθωρισμού.

Μια περαιτέρω εξήγηση του θετικού επενδυτικού κλίματος στις αγορές είναι ότι, παράλληλα με τις προσδοκίες για τη νομισματική πολιτική, οι ενδείξεις στην ανάπτυξη (στις ΗΠΑ αλλά και διεθνώς) παραμένουν σχετικά θετικές. Ο κλάδος των υπηρεσιών, που έχει τη μεγαλύτερη συνεισφορά στο ΑΕΠ επεκτείνεται (κυρίως στην Ευρωζώνη και την Κίνα), ενώ και η κατανάλωση είναι ακόμη θετική. Συνολικά, η εκτίμηση για την ανάπτυξη παραμένει, όπως την είχαμε περιγράψει και στην προηγούμενη Στρατηγική. Στις ΗΠΑ οι περισσότεροι πρόδρομοι δείκτες, κυρίως από τον κλάδο της μεταποίησης, που έχει πιο σημαντική προβλεπτική ικανότητα, αλλά και δείκτες πιστωτικής «στενότητας», έχουν επιδεινωθεί και συνεχίζουν να δείχνουν μια αυξημένη πιθανότητα ύφεσης. Από την άλλη πλευρά, όμως, δείκτες που είναι δηλωτικοί για την άμεση κατάσταση (υπηρεσίες, κατανάλωση, αγορά εργασίας), αλλά με μικρή προβλεπτική ικανότητα, απομακρύνουν το ενδεχόμενο αυτό. Στην Ευρωζώνη, επίσης, πολλοί ανάλογοι δείκτες παραμένουν πιο δυνατοί από ότι αναμέναμε 6 μήνες πριν, αλλά και εδώ οι πρόδρομοι δείκτες στη μεταποίηση και η συσχέτιση με την οικονομία των ΗΠΑ συνηγορούν σε αυξημένη πιθανότητα ύφεσης προς το τέλος του έτους (αρχή του 2024). Συνεχίζουμε και θεωρούμε ότι όσο πιο δυνατή είναι μια οικονομία τόσο πιο αργή θα είναι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, με αποτέλεσμα την παρά-



ταση της διάρκειας της νομισματικής σύσφιγξης. Αυτή η παράταση της περιόδου της νομισματικής σύσφιγξης, από μόνη της αυξάνει, στη συνέχεια, την πιθανότητα ύφεσης.

Από την άλλη πλευρά, η παράλληλη ανοδική κίνηση μετοχών και ομολόγων, η υποχώρηση των spreads των εταιρικών ομολόγων, αλλά και του δολαρίου μάλλον ενσωματώνουν το σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού χωρίς, όμως, να προεξοφλείται το ενδεχόμενο της ύφεσης. Χαρακτηριστικό είναι το παράδειγμα των μετοχών (S&P500). Ύστερα από την πρόσφατη μεταβολή της ρητορικής της Fed, ο λόγος τιμής προς κέρδη βρίσκεται στο 18,5, με τις προσδοκίες για κερδοφορία, σε ορίζοντα έτους, να είναι κοντά στο 0. Ο μέσος όρος του δείκτη τιμής προς κέρδη για τον S&P, την τελευταία 25ετία, είναι 19,2. Η περίοδος αυτή ήταν μια περίοδος αποπληθωρισμού και ιδιαίτερα ευνοϊκής νομισματικής πολιτικής για τις μετοχές, που δε συνάδει με το παρόν ή και ακόμη, σύμφωνα με τις προσδοκίες μας, με το άμεσο μέλλον. Το παρόν περιβάλλον έχει στοιχεία που προσομοιάζουν καλύτερα την περίοδο 1955-1997, όπου ο μέσος όρος του δείκτη τιμής προς κέρδη ήταν 15,5. Παράλληλα, οι πρόδρομοι δείκτες που ακολουθούμε δείχνουν τώρα μια αναμενομένη μείωση της κερδοφορίας κατά 15% (από 10% πριν από 6 μήνες). Ακόμη και με σταθερές αποτιμήσεις στο 18,5, ο δείκτης S&P500 θα πρέπει να υποχωρήσει στη περιοχή του 3.500 για να ενσωματώσει την εξέλιξη αυτή ή αλλιώς να δούμε μια ιδιαίτερα υπερβολική άνοδο των αποτιμήσεων στο 21,0. Παράλληλα, αναγνωρίζουμε τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και τη μεταβολή της τεχνικής εικόνας των μετοχών σε θετική. Σε αυτό το πλαίσιο, πάλι σε όρους S&P500, μια κίνηση κάτω από το επίπεδο των 3.700 μονάδων (κινητός μέσος 200 εβδομάδων) θα χρειαστεί σημαντικές αρνητικές εκπλήξεις για να διασπαστεί.

Στο περιβάλλον αυτό διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τις μετοχικές αγορές και την ήπια θετική άποψη για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ. Παράλληλα, καθώς παρατηρούμε ότι τελικά και η οικονομία της Ευρωζώνης θα εισέλθει σε μια πιο σημαντική επιβράδυνση, αναζητούμε ενδείξεις που θα μας επέτρεπαν να ανεβάσουμε την αξιολόγηση των κρατικών ομολόγων του πυρήνα της Ευρωζώνης σε ήπια θετική. Οι υπόλοιπες ριψοκίνδυνες αξίες (spreads εταιρικών ομολόγων και αναδυομένων χωρών), επίσης, δεν έχουν ενσωματώσει την πιθανότητα ύφεσης. Διατηρούμε και σε αυτές σχετικά αρνητική άποψη. Η τιμή του πετρελαίου είναι η μόνη αξία που θεωρούμε ως δίκαια αποτιμημένη, ενώ για τα εμπορεύματα, συνολικά, μεταβάλλουμε την άποψή μας σε ήπια αρνητική.

Το EURUSD στα πρόσφατα υψηλά προεξόφλησε, τόσο το ευρύτερο θετικό επενδυτικό κλίμα όσο και την αποφυγή μας άμεσης ύφεσης στην EZ, αλλά και μέρος της αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής. Παρότι η ισοτιμία παραμένει σχετικά φτηνή, θεωρούμε ότι η αγορά υπερβάλλει τη διαφορά των μελλοντικών κινήσεων των δύο βασικών Κεντρικών Τραπεζών (υπερβολικά αυστηρή ECB σε σχέση με την FED), με αποτέλεσμα να κρατάμε μια σχετικά αρνητική άποψη.



02 ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

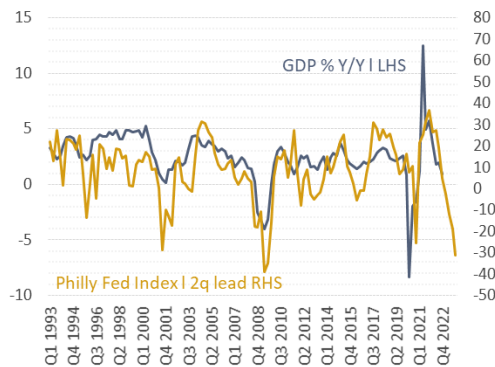
Οι Κεντρικές Τράπεζες των ανεπτυγμένων αγορών συνέχισαν να αυξάνουν τα επιτόκια το Α' τρίμηνο του έτους, για να αντιμετωπίσουν τον επίπονα υψηλό δομικό πληθωρισμό. Η Fed προχώρησε σε δύο αυξήσεις επιτοκίων, κατά 25 μβ η καθεμία, ενώ η ΕΚΤ παρέμεινε συγκριτικά πιο επιθετική, καθώς προχώρησε σε δύο αυξήσεις, από 50 μβ η καθεμία, έχοντας υστερήσει, χρονικά, στην έναρξη της περιοριστικής της πολιτικής. Και οι δύο οικονομίες, το Α' τρίμηνο, συνέχισαν να επιδεικνύουν μεγάλη ανθεκτικότητα. Στις ΗΠΑ, οι πρόσφατες αυξημένες ενδείξεις ότι οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν αρχίσει να μετριάζονται, έχουν οδηγήσει τους επενδυτές στην εκτίμηση ότι η Fed βρίσκεται κοντά σε μια παύση στις αυξήσεις των βασικών της επιτοκίων και σε μείωση των επιτοκίων στο δεύτερο μισό του έτους. Στην Ευρωζώνη η ενίσχυση του δομικού πληθωρισμού, σε υψηλά ιστορικά επίπεδα, εντείνει τις πιέσεις προς την ΕΚΤ να φανεί πιο αποφασιστική στην αύξησή τους και δεν αποκλείεται η πιθανότητα υπερβολής από την πλευρά της.

2.1 ΗΠΑ

- **Το αφήγημα για την οικονομία των ΗΠΑ παραμένει πολύπλοκο, με τους βασικούς μακροοικονομικούς δείκτες να εμφανίζουν μεικτή εικόνα.** Οι επενδυτές συνεχίζουν να εστιάζουν στα στοιχεία που ανακοινώνονται για τον πληθωρισμό και τους δείκτες που συνδέονται με την ανάπτυξη και, παράλληλα, προσπαθούν να εκτιμήσουν την επίδραση των υψηλών επιτοκίων και των επίμονα υψηλών τιμών στην καταναλωτική συμπεριφορά και την επιχειρηματική δραστηριότητα.
- **Όσον αφορά την ανάπτυξη, οι ενδείξεις, που δείχνουν ότι μια ύφεση στην οικονομία των ΗΠΑ είναι πιθανή στο δεύτερο μισό του έτους, έχουν αυξηθεί (Διάγραμμα 1).** Τα καλύτερα, των εκτιμήσεων, μακροοικονομικά στοιχεία, το Α' τρίμηνο, έχουν απομακρύνει κάπως το άμεσο ενδεχόμενο ύφεσης, αλλά η πιθανότητα αυτής παραμένει υψηλή σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας. Οι καμπύλες των επιτοκίων παραμένουν αντεστραμμένες, οι πρόδρομοι δείκτες για τη μεταποίηση και τις νέες παραγγελίες συνεχίζουν να προβληματίζουν, καθώς εξακολουθούν να υποδηλώνουν συρρίκνωση της δραστηριότητας και οι εμπορικές συναλλαγές της Αμερικής με τον υπόλοιπο κόσμο μειώνονται. Οι λιανικές πωλήσεις υποχώρησαν για δεύτερο συνεχόμενο μήνα, τον Μάρτιο, επιδεικνύοντας επιβράδυνση στις καταναλωτικές δαπάνες, αν και οι δαπάνες, που αφορούν τις υπηρεσίες, εξακολουθούν να είναι αυξημένες, με τον ρυθμό αύξησης, ωστόσο, να είναι πιο αργός από προηγούμενως. Τα υψηλότερα επιτόκια από το 2007, ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός, ο κίνδυνος αυστηρότερων όρων δανεισμού μετά την κατάρρευση των SVB, Signature και Silvergate και τη μείωση των καταθέσεων στις περιφερειακές τράπεζες, ταυτόχρονα με την υποχώρηση των αποταμιεύσεων που δημιουργήθηκαν κατά την περίοδο της πανδημίας, αναμένεται να αρχίζουν να επηρεάζουν τις καταναλωτικές δαπάνες στο σύνολό τους. Οι συνέπειες για την οικονομία αναμένεται ότι θα είναι ιδιαίτερα σημαντικές, καθώς οι καταναλωτικές δαπάνες αποτελούν περίπου τα δύο τρίτα της οικονομικής δραστηριότητας.

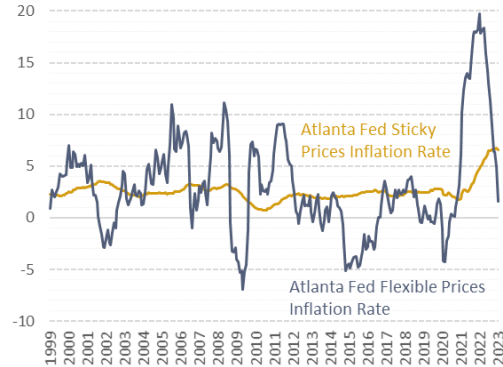
- Η αγορά εργασίας, αν και παραμένει ισχυρή, καθώς το ποσοστό ανεργίας διαμορφώνεται στο χαμηλότερο επίπεδο πολλών δεκαετιών και οι κενές θέσεις ανά άνεργο διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα, έχει ξεκινήσει να δείχνει κάποια πρώτα σημάδια αποδυνάμωσης. Οι νέες προσλήψεις στον ιδιωτικό τομέα των ΗΠΑ αυξάνονται με χαμηλότερο ρυθμό και οι απολύσεις που ξεκίνησαν αρχικά από μεγάλες εταιρείες τεχνολογίας εξαπλώνονται και σε άλλους τομείς. Παράλληλα, παρατηρείται μείωση στις προσωρινές θέσεις εργασίας, που ιστορικά αποτελεί ένα αρνητικό σημάδι, καθώς συχνά υποδηλώνει επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας, μείωση της ζήτησης για εργατικό δυναμικό ή/και αυξημένη αβεβαιότητα από την πλευρά των επιχειρήσεων. Η επιβράδυνση στον αριθμό των νέων προσλήψεων σε συνδυασμό με την αύξηση της συμμετοχής του εργατικού δυναμικού, που έχει αρχίσει να διαφαίνεται, θα οδηγήσουν πιθανότατα σε μια αποδυνάμωση της αγοράς εργασίας, σε μικρότερες αυξήσεις μισθών και, τελικά, σε μειωμένη κατανάλωση.

1 | ΗΠΑ: ΑΕΠ & Philly Fed Index



Πηγή: DataStream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | ΗΠΑ: Εξέλιξη Πληθωρισμού



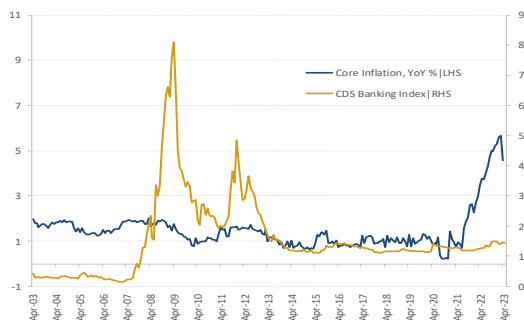
- Ο συνολικός πληθωρισμός, βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή, επιβραδύνθηκε τον Μάρτιο στο 5,0% (από 6,0%), ενώ ο δομικός παραμένει επίμονα σε υψηλό επίπεδο (5,6% από 5,5% προηγούμενης). Οι αυξήσεις των τιμών για δαπάνες κατοικίας (κυρίως ενοίκια) παραμένουν ο μεγαλύτερος παράγοντας στη μηνιαία αύξηση του βασικού δείκτη τιμών καταναλωτή. Ένδειξη για περαιτέρω αποκλιμάκωση του δείκτη τιμών των ενοικίων (40% του δομικού πληθωρισμού) και κατ' επέκταση του συνολικού πληθωρισμού, για το προσεχές διάστημα, αποτελεί η συνεχιζόμενη υποχώρηση του δείκτη ZORI (Zillow Observed Rental Index) που αποτυπώνει το κόστος των πραγματικών ενοικίων, όπως και οι δείκτες τιμών παραγωγού που εξέπληξαν θετικά (συνολικός και δομικός) τον Μάρτιο. Ανησυχία, ωστόσο, προκαλεί ο εμμένον πληθωρισμός (sticky inflation) που δεν έχει υποχωρήσει (Διάγραμμα 2) και τα προκαταρκτικά στοιχεία από την έρευνα του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν που τοποθετούν τις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό, για το επόμενο έτος, στο 4,6% (από 3,6% τον προηγούμενο μήνα).
- Τέλος, όσον αφορά την αγορά κατοικίας, βελτιωμένα ήταν τα τελευταία στοιχεία, καθώς πλησιάζει το τέλος του κύκλου αύξησης επιτοκίων από την Fed. Ο δείκτης προσδοκίων που καταρτίζει η Ένωση Κατασκευαστών Κατοικιών (NAHB) ενισχύθηκε εκ νέου τον Μάρτιο, αν και η τιμή του παραμένει συγκριτικά χαμηλή στα επίπεδα του Μαΐου του 2020. Μεικτή εικόνα εμφανίζουν οι εκδόσεις νέων οικοδομικών αδειών, οι ενάρξεις ανέγερσης νέων κατοικιών και οι πωλήσεις νέων κατοικιών. Ωστόσο, έστω και μια μικρή βελτίωση θα μπορούσε να υποστηρίξει τη δραστηριότητα της στεγαστικής αγοράς το επόμενο τρίμηνο.

- Παρά τις αναταράξεις στον χρηματοοικονομικό τομέα σε ΗΠΑ και Ευρώπη, η Fed, τόσο τον Μάρτιο όσο και τον Φεβρουάριο, προχώρησε σε αύξηση των βασικών επιτοκίων της κατά 25 μβ, εκφράζοντας εμπιστοσύνη για την ανθεκτικότητα του τραπεζικού κλάδου των ΗΠΑ, με τα παρεμβατικά επιτόκια να διαμορφώνονται στο εύρος σε 4,75%-5,00%. Το βασικό σενάριο της Fed συνάδει με την τελευταία αύξηση επιτοκίου κατά 25 μβ τον Μάιο, και διατήρηση των επιτοκίων σε αυτά τα επίπεδα έως το τέλος του έτους, ωστόσο η αγορά αναμένει μείωση των επιτοκίων στο δεύτερο μισό του έτους, σε αντίθεση με ότι προεξοφλούσε στην αρχή του έτους, όταν οι αγορές ανησυχούσαν περισσότερο για τον πληθωρισμό, αλλά όχι τόσο πολύ για την ανάπτυξη.

2.2 Ευρωζώνη

- **Ο πόλεμος στην Ουκρανία αποτέλεσε και συνεχίζει να αποτελεί ένα γεγονός που άλλαξε το μακροοικονομικό τοπίο και τις προτεραιότητες των χωρών της ΕΖ, η οποία συνεχίζει να κινείται κάτω από το ρίσκο του αυξημένου πληθωρισμού.** Στο ρίσκο αυτό, προστέθηκε ο κίνδυνος μιας τραπεζικής κρίσης μετά την κατάρρευση, αρχικά των αμερικανικών τραπεζών Silicon Valley Bank και Signature Bank, και στην συνέχεια του ελβετικού τραπεζικού κολοσσού, Credit Suisse, ξυπνώντας μνήμες της χρηματοπιστωτικής κρίσης του 2008. Είναι η πρώτη φορά που έχουμε ταυτόχρονα υψηλό δομικό πληθωρισμό και τραπεζικό κίνδυνο, όπως αυτός αποτυπώνεται από τον μέσο όρο 46 τραπεζικών ασφαλιστρών κινδύνου, γνωστά ως CDS (Διάγραμμα 1), τονίζοντας την έλλειψη εργαλείων καταπολέμησης μιας κρίσης, μετατοπίζοντας την καμπύλη των προθεσμιακών επιτοκίων OIS (Διάγραμμα 2). Οι συμμετέχοντες στην αγορά έδειξαν ότι αντιλαμβάνονται την ειδοποιό διαφορά με την προηγούμενη κρίση, που είναι η ρευστότητα και η ισχυρή κεφαλαιακή επάρκεια των τραπεζών και έτσι δεν επεκτάθηκε σε ολόκληρο το σύστημα.

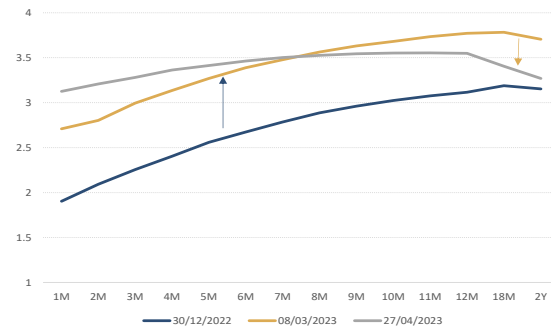
1 | ΕΖ: Δομ. Πληθωρισμός - Τραπεζ. Κίνδυνος



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

Σημείωση: Ο Τραπεζικός Κίνδυνος υπολογίστηκε ως μέσος όρος 46 τραπεζικών ασφαλιστρών κινδύνου (CDS).

2 | ΕΖ: Προθεσμιακή Καμπύλη OIS

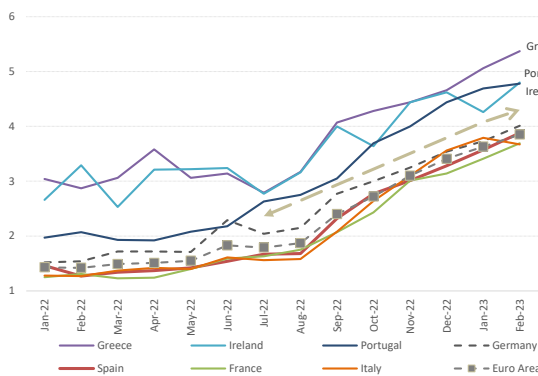


- **Ο πληθωρισμός έδειξε να αντιδρά στις συνεχόμενες αυξήσεις του παρεμβατικού επιτοκίου, σημειώνοντας μια γενναία μείωση από το 8,5% του Φεβρουαρίου στο 6,9% του Μαρτίου 2023.** Αυτό σημαίνει ότι όντως κάποιοι καταναλωτές περιορίσαν τις αγορές τους, γιατί κάποια είδη τους φαίνονται ακριβά μετά την άνοδο του πληθωρισμού. Στην επιμέρους εικόνα, στο 60% των χωρών της ΕΖ, ο πληθωρισμός είναι πάνω από τον συνολικό της ΕΖ και δύο από αυτές ξεπερνούν το διπλάσιο του. Οι διαφορές στον πληθωρισμό μπορούν σε κάποιο βαθμό να δικαιολογηθούν. Επίσης, η διαφορετική δυναμική των τιμών της ενέργειας τροφοδοτεί, επίσης, τον αποκλίνοντα πληθωρισμό

των τροφίμων. Ωστόσο, εάν υπάρχουν μεγαλύτερες αποκλίσεις και εάν αυτές οι αποκλίσεις συσσωρευτούν, αυτό μπορεί να οδηγήσει σε περισσότερους ασύγχρονους οικονομικούς κύκλους μεταξύ των κρατών μελών, περιπλέκοντας έτσι την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Επιπλέον, η πτωτική ή μη πορεία του πληθωρισμού επηρεάζεται και από άλλους σημαντικούς παράγοντες, εκτός από το επίπεδο των επιτοκίων της ΕΚΤ, όπως η απαλλαγή από τον άνθρακα, το δημογραφικό, η ψηφιοποίηση, το χρέος και η αποσύνδεση της Ευρώπης από την Κίνα. Για παράδειγμα, οι πολιτικές τιμολογήσεις του άνθρακα που στοχεύουν στην αύξηση των τιμών της ορυκτής ενέργειας και στην προώθηση εναλλακτικών λύσεων, που δεν είναι κλιματικά ουδέτερες, μπορούν να προκαλέσουν πληθωρισμό.

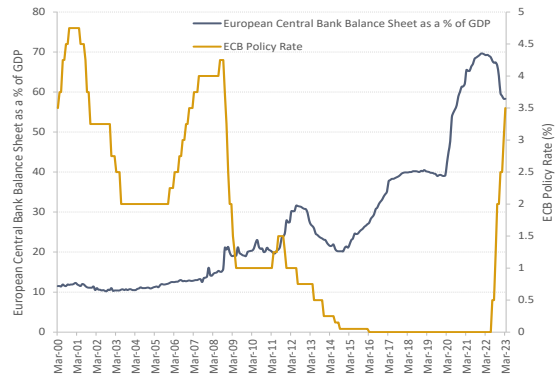
- Οι αλλαγές στην ηλικιακή δομή του εργατικού δυναμικού μπορεί, επίσης, να προσθέσει πληθωριστικές πιέσεις στους μισθούς. Το μέγεθος των νεαρών ηλικιακών ομάδων συρρικνώνεται, συνεπώς οι συμμετέχοντες θα μπορούσαν να αποκτήσουν μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη, οδηγώντας σε μόνιμη ανοδική πίεση το ήδη αυξανόμενο επίπεδο μισθών. Ομοίως, η ψηφιοποίηση, που άλλοτε είχε θεωρηθεί παράγοντας μείωσης του πληθωρισμού, δημιούργησε εταιρείες με σχεδόν μονοπωλιακή δομή.
- Με το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ να διαμορφώνεται στο 3,50% έως τον Μάρτιο 2023, το κόστος δανεισμού να έχει αυξηθεί σημαντικά από τις αρχές του 2022 και να έχει ενταθεί από τον Ιούλιο του 2022, δημιούργησε δύο ομάδες στο κόστος δανεισμού των επιχειρήσεων (Διάγραμμα 3). Ωστόσο, από την αρχή αυτού του αυστηρότερου κύκλου, τα επιτόκια δανεισμού αυξήθηκαν με παρόμοιο ρυθμό σε όλες τις μεγάλες οικονομίες.

3 | ΕΖ: Κόστος Χρηματοδότησης Επιχειρήσεων



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

4 | ΕΖ: Χαρτοφυλάκιο ΕΚΤ - Παρεμβ. Επιτόκιο



- **Η ΕΚΤ προχώρησε σε νέα αύξηση των παρεμβατικών επιτοκίων κατά 25 μβ στη συνεδρίαση του Μαΐου, συνεχίζοντας τον μεγαλύτερο κύκλο ανόδου μέσα σε τόσο σύντομο χρονικό διάστημα.** Έτσι, το επιτόκιο των πράξεων κύριας αναχρηματοδότησης διαμορφώνεται στο 3,75%, της διευκόλυνσης οριακής χρηματοδότησης στο 4% και της διευκόλυνσης αποδοχής καταθέσεων στο 3,25%, χωρίς να δίνει καθοδήγηση για τις επερχόμενες κινήσεις της. Σχετικά με τις επανεπενδύσεις του κεφαλαίου των ομολόγων, που απέκτησε μέσω του προγράμματος APP και που λήγουν, ανακοίνωσε ότι αναμένει να τερματιστούν στα τέλη Ιουνίου του 2023. Μέχρι τότε, επανέλαβε ότι θα επανεπενδύεται ποσό ίσο με το συνολικό κεφάλαιο που λήγει, μείον €15 δισ. Επανέλαβε ότι οι επανεπενδύσεις του κεφαλαίου των τίτλων που αποκτήθηκαν μέσω του REPP θα συνεχιστούν τουλάχιστον



στον έως τα τέλη του 2024. Ενώ το επιτόκιο αυξάνεται, το χαρτοφυλάκιο βαίνει μειούμενο, επιβεβαιώνοντας την αντίστροφη σχέση τους (Διάγραμμα 4). Επιπλέον ο τερματισμός των επανεπενδύσεων πιθανότατα θα έχει άμεση επίδραση στην μείωση του πληθωρισμού, αναπροσαρμόζοντας τις προσδοκίες για τη συνέχιση της ανόδου των επιτοκίων.

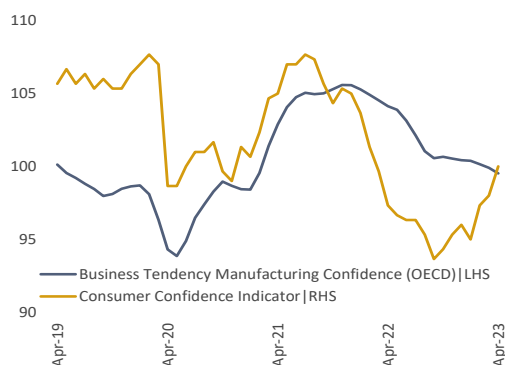
- **Στο Bank Lending Standards του Απριλίου, οι τράπεζες της ΕΖ δήλωσαν ότι προχώρησαν σε περαιτέρω σύσφιξη της πιστωτικής επέκτασης προς τις επιχειρήσεις, το Α' τρίμηνο του 2023.** Αυτή η σύσφιξη ήταν ισχυρότερη από ό,τι περίμεναν οι τράπεζες το προηγούμενο τρίμηνο και υποδηλώνει μια επίμονη αποδυνάμωση της δυναμικής των δανείων. Οι επιχειρήσεις παρουσίασαν έντονη μείωση της καθαρής ζήτησης για δάνεια, η οποία οφείλεται στα υψηλότερα επιτόκια και στην αποδυνάμωση των προοπτικών της αγοράς κατοικίας.
- Η ετήσια μεταβολή του M3 έδειξε περαιτέρω μείωση στο 2,5%, επίπεδο αντίστοιχο με εκείνο του Οκτωβρίου 2014. Και ενώ η κυκλοφορία του χρήματος δεν παρουσιάζει καμία συσχέτιση με τον πληθωρισμό στα επίπεδα του 2%, επανέρχεται, όμως, η ένα-προς-ένα αντιστοιχία τους, τώρα που ο πληθωρισμός βρίσκεται σε ένα ανοδικό μονοπάτι. Επομένως, η περαιτέρω μείωση του ρυθμού κυκλοφορίας του χρήματος είναι αναμενόμενη, προκειμένου να συμβάλει στη μείωση του πληθωρισμού.
- **Συμπερασματικά, ο πληθωρισμός στην ΕΖ είναι μια περίπλοκη εξίσωση που περιλαμβάνει αυξημένο ενεργειακό κόστος, δημογραφικό, ψηφιοποίηση, πράσινη ενέργεια,** με υποθέσεις τη σταθερότητα στην παγκόσμια οικονομία και στις χρηματαγορές και προφανή λύση τη σφιχτή νομισματική πολιτική.
- Η καταναλωτική εμπιστοσύνη ενισχύθηκε στην ΕΖ (Απρίλιος 2023) στις -17,5 μονάδες από τις -19,1 μονάδες τον Μάρτιο, το υψηλότερο σημείο από τον Φεβρουάριο του 2022, υπερβαίνοντας και τις προσδοκίες των αναλυτών. Σε υψηλό 11 μηνών βρίσκεται και ο Σύνθετος Δείκτης PMI για την παραγωγή της ΕΖ, στο 54,4, καταγράφοντας άνοδο για έκτο συνεχόμενο μήνα, καταλήγοντας στο υψηλότερο επίπεδο από τον Μάιο του 2022. Ομοίως, αύξηση κατέγραψε ο Δείκτης PMI των υπηρεσιών, φτάνοντας στο υψηλό 12 μηνών (56,2). Μόνο ο μεταποιητικός PMI βρέθηκε στο χαμηλό 35 μηνών (45,8). Η πλειονότητα των πρόδρομων δεικτών, καθώς και των δεικτών του οικονομικού κλίματος έχουν φύγει από τη φάση της ύφεσης, με εξαίρεση τις λιανικές πωλήσεις και τις παραγωγείες στη Γερμανία. Η αγορά εκτιμά πιθανότητα ύφεσης 45%, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης για το επόμενο τρίμηνο θα είναι στο 0,1% (QoQ) και 0,6% (YoY) για το τέλος του έτους.

2.3 Ηνωμένο Βασίλειο

- **Ο αυξημένος πληθωρισμός και τα ενεργειακά κόστη που απασχολούν την ΕΖ, απασχολούν και το Η.Β.** Μετά την κορύφωση του πληθωρισμού στο 11,1%, τον Οκτώβρη του 2022, λόγω των υψηλών τιμών της ενέργειας και τις ελλείψεις εφοδιασμού αγαθών, παραμένει για έκτο συνεχόμενο μήνα, πάνω από το όριο του 10% και συγκεκριμένα στο 10,1% (Μάρτιος 2023). Οι κατηγορίες που κράτησαν τον πληθωρισμό σε αυτά τα επίπεδα ήταν τα τρόφιμα και μη αλκοολούχα ποτά (μεταβολή από τον Φεβρουάριο, 2023, +1,1%), αναψυχή και πολιτισμός (μεταβολή από τον Φεβρουάριο, 2023, +0,6%). Ο δομικός που δεν περιλαμβάνει ευμετάβλητα στοιχεία, όπως η ενέργεια και τα τρόφιμα, παρέμεινε στο 6,2%, ελαφρώς μειωμένος από τα υψηλά του στο 6,5% (Σεπτ. 2023).

- **Η Τράπεζα της Αγγλίας αύξησε το βασικό επιτόκιο κατά 25 μβ**, διαμορφώνοντάς το στο 4,5% (Μάιος 2023), αναγνωρίζοντας ότι κάποια νοικοκυριά και επιχειρήσεις θα αντιμετωπίσουν ακόμη μεγαλύτερες δυσκολίες από την περαιτέρω αύξηση στο κόστος δανεισμού. Όμως, όπως αναφέρεται στην Έκθεση Νομισματικής Πολιτικής, η σταθερότητα των τιμών είναι σημαντικότερη για τον μακροχρόνιο προγραμματισμό νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Επίσης, αναφέρεται ότι περιμένει σημαντική μείωση του πληθωρισμού στο δεύτερο εξάμηνο του 2023 και να επιτυγχάνεται ο στόχος του 2% στα τέλη του 2024. Για τον ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ αναμένεται να αυξηθεί περίπου 0,2%, τόσο στο Α΄ όσο και στο Β΄ τρίμηνο του 2023, ρυθμός σημαντικά υψηλότερος από ό,τι αναμενόταν στην Έκθεση του Φεβρουαρίου. Οι εκτιμήσεις αυτές είναι σε αντιδιαστολή των αποτελεσμάτων της έρευνας του Bloomberg που έγινε την περίοδο 5-12 Απριλίου του 2023, που προβλέπει ότι η οικονομία θα μπει σε τροχιά ανάπτυξης το 2024.
- Οι παράγοντες που συμβάλλουν στον υψηλό πληθωρισμό θα συνεχίσουν να λειτουργούν ως ανασταλτικοί, για τα πραγματικά εισοδήματα, το επόμενο έτος, παρά το γεγονός ότι εξακολουθεί να υπάρχει αντιστάθμιση στο αυξημένο κόστος διαβίωσης για τα πιο ευάλωτα νοικοκυριά, όπως για παράδειγμα το σχέδιο Εγγύηση Τιμής Ενέργειας (EPG) και οι διάδοχοί του, που παρέχουν ανακούφιση, τόσο σε οικιακούς όσο και σε μη οικιακούς πελάτες. Η ιδιωτική κατανάλωση αναμένεται να επιβραδυνθεί, λόγω της αύξησης του κόστους διαβίωσης, αλλά θα υποστηριχθεί από την αύξηση κατά 9,7% του κατώτατου μισθού και τη συνήθη αναβάθμιση των προνομιακών επιδομάτων και των συντάξεων τον Απρίλιο 2023.
- Τόσο η Βιομηχανική Εμπιστοσύνη Επιχειρηματικής Τάσης όσο και η εμπιστοσύνη των καταναλωτών παραμένουν υποτονικές αν και έδειξαν μια μικρή βελτίωση από το -38 στο -36, υποδηλώνοντας τις συνεχείς ανησυχίες των καταναλωτών σχετικά με την οικονομική κατάσταση (Διάγραμμα 1).

1 | ΗΒ: Βιομηχ. και καταναλωτική εμπιστοσύνη



2 | ΗΒ: Αγορά εργασίας



Πηγή: DataStream, ONS, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

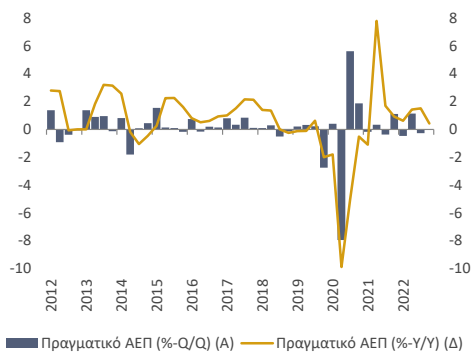
- **Η ανεργία παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα** και παράλληλα το ένα τρίτο των επιχειρήσεων, με δέκα ή περισσότερους υπαλλήλους, αντιμετώπισε ελλείψεις εργαζομένων τον Απρίλιο του 2023, αυξημένες κατά δύο ποσοστιαίες μονάδες από τα τέλη Μαρτίου 2023, με το ποσοστό συμμετοχής να παραμένει χαμηλότερα κατά 0,8% από τα προ-πανδημίας επίπεδα στο 61,1% (Διάγραμμα 2). Η έρευνα LFS (Labor Force Survey) υποδήλωσε, επίσης, ότι ο αριθμός των ανενεργών ατόμων που δεν επιθυμούν να επιστρέψουν στην αγορά εργασίας είναι σχεδόν στα υψηλά όλων των εποχών, γεγονός που θα δράσει ανασταλτικά στη γρήγορη ανάκαμψη της οικονομίας.



2.4 Ιαπωνία

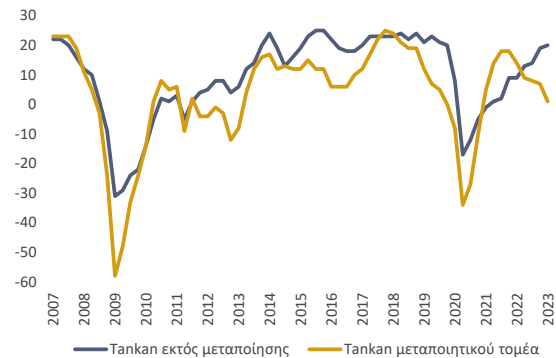
- **Αμετάβλητη σε τριμηνιαία βάση παρέμεινε κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2022 η οικονομική δραστηριότητα** (σε πραγματικούς όρους, Γ' τρίμ. 22: -0,3%), ενώ ήταν αυξημένη κατά 0,4% σε σχέση με το Δ' τρίμηνο του 2021 (Γ' τρίμ. 22: 1,5%). Συνεπώς, το 2022 ο ρυθμός ανάπτυξης διαμορφώθηκε στο 1,0% (2021: 2,1%).
- **Για το Α' τρίμηνο του 2023, τα διαθέσιμα οικονομικά στοιχεία εμφανίζονται γενικά βελτιωμένα**, υποδηλώνοντας ήπιο ρυθμό ανάπτυξης, ενώ και ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε αξιοσημείωτα το τελευταίο διάστημα (χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Μάρτ. 23: 3,1%).
- **Κατά το επόμενο διάστημα, η οικονομία αναμένεται να συνεχίσει να αναπτύσσεται, αλλά, πιθανότατα, με πιο συγκρατημένο ρυθμό**, καθώς περιορίζεται με την πάροδο του χρόνου η θετική επίδραση από την κατάργηση των περιοριστικών μέτρων για τον κορονοϊό στην αρχή του Δ' τριμήνου του 2022 και από τα μέτρα τόνωσης της τουριστικής δραστηριότητας που ελήφθησαν έκτοτε. Επιπλέον, ο πληθωρισμός παραμένει ιδιαίτερα υψηλός για τα δεδομένα της Ιαπωνίας, μετριάζοντας την αγοραστική διάθεση των καταναλωτών. Τόσο η εξωτερική ζήτηση εμφανίζεται όλο και πιο συγκρατημένη, λόγω της επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξης σε σημαντικούς εμπορικούς εταίρους της χώρας, όσο και η αβεβαιότητα σε διεθνές επίπεδο παραμένει υψηλή, καθώς δεν διαφαίνεται σε σύντομο διάστημα ο τερματισμός του πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας. Από την άλλη, θετικά επιδρά η εξομάλυνση στις διεθνείς εφοδιαστικές αλυσίδες, και στις εξαγωγές η προγενέστερη σημαντική αποδυνάμωση του γιεν.

1 | ΙΑΠΩΝΙΑ: Ρυθμός Ανάπτυξης



Πηγή: DataStream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | ΙΑΠΩΝΙΑ: Πρόδρομοι Δείκτες Τάνκαν



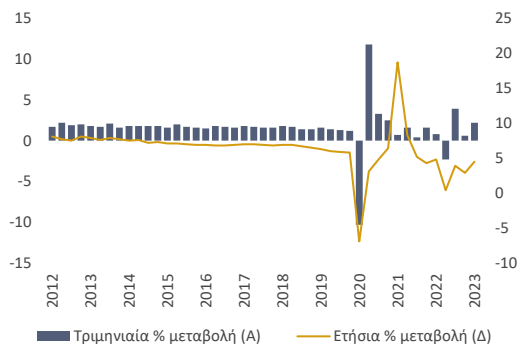
- **Συνεπώς, ο ρυθμός ανάπτυξης φέτος**, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των διεθνών οργανισμών, της Τράπεζας της Ιαπωνίας και των αναλυτών στο Bloomberg, προβλέπεται στο 1,0%-1,4%. Για το 2024 εκτιμάται επιβράδυνσή του στο 1% περίπου.
- Η αλλαγή στην ηγεσία της Κεντρικής Τράπεζας τον Απρίλιο και η ταχεία σύσφιγξη της νομισματικής πολιτικής από τις άλλες μεγάλες Κεντρικές Τράπεζες (που αυξάνει τον κίνδυνο διολίσθησης του γιεν και τις τιμές των εισαγωγών) εκτιμάται ότι θα ασκήσουν εντονότερες πιέσεις προς μια λιγότερο επεκτατική νομισματική πολιτική, ιδίως εάν η εξέλιξη του πληθωρισμού δεν είναι η αναμενόμενη από την Ττί. 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.

- **Συμπερασματικά, ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται φέτος να υπερβεί ελαφρά το 1,0%**, ενώ για το 2024 αναμένεται να διαμορφωθεί περί το 1%. Παράλληλα, εντός του 2023 αναμένεται επιστροφή του πληθωρισμού υπό του στόχου του 2%.

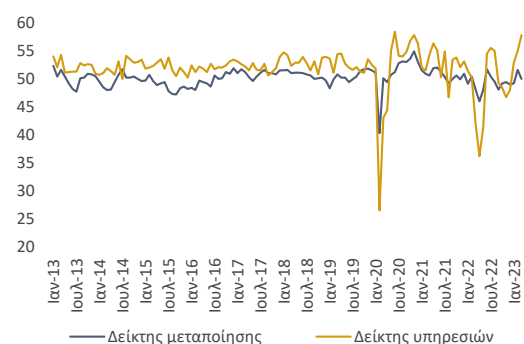
2.5 Κίνα

- **Το Α' τρίμηνο του 2023 θα μπορούσε να χαρακτηριστεί ως η περίοδος μετάβασης της κοινωνίας και της οικονομίας της Κίνας προς τη νέα κανονικότητα** που διαμορφώνουν η κατάργηση των πολύ αυστηρών μέτρων κοινωνικής αποστασιοποίησης (στις αρχές Δεκεμβρίου του 2022) και η συμβίωση με παραλλαγές του κορονοϊού, που είναι, πλέον, πολύ χαμηλότερης επικινδυνότητας. Συνεπώς, μπορεί στα τέλη Δεκεμβρίου του 2022 και στις αρχές Ιανουαρίου του 2023 να καταγράφηκε πολύ μεγάλη αύξηση των κρουσμάτων κορονοϊού και των σχετικών νοσηλειών, έκτοτε όμως η κατάσταση σταδιακά ομαλοποιήθηκε.
- **Η μεταβατική αυτή κατάσταση αντανακλάται και στον ρυθμό ανάπτυξης του Α' τριμήνου** που διαμορφώθηκε στο 4,5% σε ετήσια βάση: ήταν υψηλότερο από του Δ' τριμήνου (2,9%), αλλά όχι ακόμη τόσο υψηλό, όπως υποδηλώνει η εξέλιξη των οικονομικών στοιχείων τον Μάρτιο. Ενδεικτικά, οι λιανικές πωλήσεις αυξήθηκαν τον Μάρτιο 10,6% σε ετήσια βάση (Α' δίμηνο: 3,5%), η βιομηχανική παραγωγή 3,9% (Α' δίμηνο: 2,4%) και οι εξαγωγές 14,8% (Α' δίμηνο: -5,9%). Παρόμοια, ο πρόδρομος επιχειρηματικός δείκτης Caixin PMI στις υπηρεσίες ανήλθε στο 57,8 (Φεβρ.: 55,0), τιμή συγκριτικά ιδιαίτερα υψηλή, ενώ στη μεταποίηση υποχώρησε στο 50 (Φεβρ.: 51,6).

1 | ΚΙΝΑ: Ρυθμός Ανάπτυξης



2 | ΚΙΝΑ: Πρόδρομοι Δείκτες Caixin PMI



Πηγές: DataStream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Κατά το τρέχον τρίμηνο, ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να ενισχυθεί**, ωθούμενος από τη αναβαλλόμενη ζήτηση στο εσωτερικό και την καλύτερη, του αναμενόμενου, πορεία των μεγαλύτερων οικονομιών (ΗΠΑ, Ε.Ε.). Ωστόσο, αρνητικά επιδρά η συγκρατημένη εξωτερική ζήτηση, οι ευρύτερες συνέπειες σε διεθνές επίπεδο από τον Ρωσο-Ουκρανικό πόλεμο, καθώς και τα προβλήματα στην αγορά ακινήτων της. Παράλληλα, δεν αναμένεται το επόμενο διάστημα κάποια αξιοσημείωτη πρόοδος στις διπλωματικές σχέσεις με τις ΗΠΑ -που προσδιορίζουν και το επίπεδο των εμπορικών συναλλαγών, λαμβάνοντας υπόψη το ζήτημα της Ταϊβάν, τη στάση της Κίνας απέναντι στη Ρωσία και τον στρατηγικό ανταγωνισμό των δύο χωρών για την τεχνολογική (και όχι μόνο) πρωτοπορία.

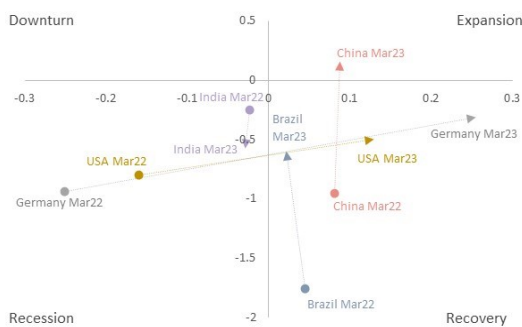


- **Συνεπώς, ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να διαμορφωθεί, σύμφωνα με τις προβλέψεις των διεθνών οργανισμών και των αναλυτών του Bloomberg, περί το 5,2% το 2023 και στο 4,5%-5,0% το 2024, με κρίσιμο παράγοντα τον ρυθμό αύξησης της εσωτερικής ζήτησης.** Ειδικά για φέτος εκτιμούμε ότι είναι πιθανό να διαμορφωθεί λίγο υψηλότερα, καθώς είναι η πρώτη χρονιά μετά το 2019 που η οικονομική δραστηριότητα λειτουργεί χωρίς το βάρος των περιορισμών. Υπενθυμίζεται ότι ο κυβερνητικός στόχος για τον ρυθμό ανάπτυξης φέτος είναι «πλησίον του 5%».
- **Βραχυπρόθεσμα δεν αναμένεται ουσιαστική διαφοροποίηση της νομισματικής και της δημοσιονομικής πολιτικής.** Μετά τη μείωση, κατά 25 μβ, του υποχρεωτικού ποσοστού ρευστών διαθεσίμων από την Κεντρική Τράπεζα τον Μάρτιο εκτιμάται ότι τα περιθώρια περαιτέρω χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής έχουν σχεδόν εξαντληθεί. Ιδίως, εάν συνυπολογιστεί και το ότι ο πληθωρισμός βρίσκεται πολύ χαμηλότερα του στόχου (Μάρτ.: 0,7%, στόχος 2023: 3%). Από την άλλη, τα επιτόκια αναμένεται να παραμείνουν χαμηλά για τη στήριξη των επενδύσεων, ιδίως στον αγροτικό τομέα (με μακροπρόθεσμο στόχο την εξασφάλιση της επισιτιστικής αυτόρκειας) και τον χώρο της τεχνολογίας/ ανανεώσιμων πηγών ενέργειας με την ευρεία έννοια (δεδομένης της ενίσχυσης τα τελευταία χρόνια του γεωστρατηγικού ανταγωνισμού με τις ΗΠΑ). Σε αυτό το πλαίσιο αναμένεται να διαμορφωθεί και η δημοσιονομική πολιτική, εστιάζοντας επιπλέον στην ανάγκη επίλυσης των προβλημάτων στην αγορά ακινήτων. Τέλος, δεν προβλέπεται μεγάλη διαφοροποίηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας. Ως πιθανότερη εξέλιξη εκτιμάται μία ελαφρά ενίσχυση του γουάν έναντι του αμερικανικού δολαρίου, λόγω της υψηλότερης πιθανότητας ύφεσης για την αμερικανική οικονομία.
- **Συμπερασματικά, ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται φέτος να υπερβεί ελαφρά το 5%, για να επιβραδυνθεί γύρω στο 4,5%-5% το 2024.** Η Κεντρική Τράπεζα αναμένεται να διατηρήσει χαλαρή τη νομισματική πολιτική της για να στηρίξει τις επενδύσεις και την αναδιοργάνωση σημαντικών για την Κίνα τομέων (αγροτικό, τεχνολογικό, ακινήτων).

2.6 ΒΡΑΖΙΛΙΑ | ΡΩΣΙΑ | ΙΝΔΙΑ

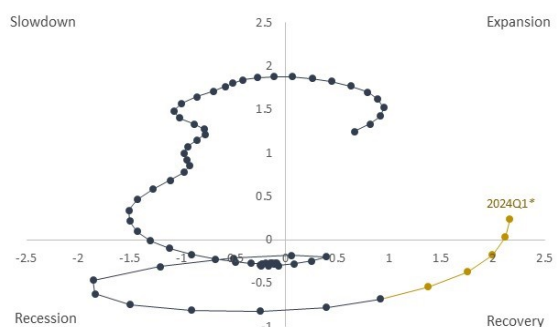
- **Το 2023, η οικονομική δραστηριότητα στις κύριες αναδυόμενες αγορές αναμένεται να αναπτυχθεί σημαντικά κάτω από τις μακροπρόθεσμες τάσεις,** εντούτοις η ΝΑ Ασία, καθώς και η Ινδία εκτιμάται ότι θα πλησιάσουν τη μακροχρόνια τάση τους. Η δραστηριότητα αναμένεται να επιστρέψει σταδιακά στους δυνητικούς ρυθμούς ανάπτυξης το 2024 και 2025. Οι πρόδρομοι δείκτες της οικονομικής δραστηριότητας που υπολογίζουμε με βάση τους δείκτες του ΟΟΣΑ, σηματοδοτούν αισιοδοξία με στροφή προς ανάκαμψη (Διάγραμμα 1). Οι αυξημένες τιμές για ορισμένα εμπορεύ-

1 | Πρόδρομος Δείκτης Τράπεζας Πειραιώς



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

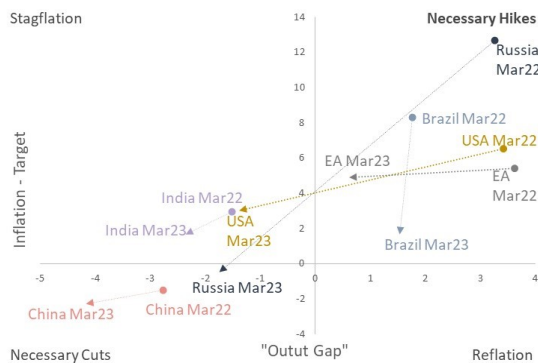
2 | Διαφορά Ανάπτυξης



* Denotes forecasted figures from 2023Q1 up to 2024Q1

ματα, καθώς και η επαναλειτουργία της Κίνας ενδέχεται να υποστηρίξουν τις αναδυόμενες οικονομίες σε βραχυπρόθεσμο έως και μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Ωστόσο, η κατάσταση παραμένει εύθραυστη και οι κίνδυνοι που απορρέουν από την μεταβλητότητα των τιμών των εμπορευμάτων και την πολιτική αστάθεια παραμένουν σημαντικοί. Στο σύνολο των αναδυόμενων οικονομιών, αναμένουμε η οικονομική δραστηριότητα να παραμείνει ανθεκτική το τρέχον έτος σε σχέση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες (Διάγραμμα 2). Παράλληλα, οι πληθωριστικές πιέσεις αναμένεται να περιοριστούν στο σύνολο των αναδυόμενων οικονομιών, σε συνέχεια της αυστηρής νομισματικής πολιτικής που ακολουθούν οι Κεντρικές Τράπεζες τα τελευταία έτη. Η επιβράδυνση του πληθωρισμού και της ανάπτυξης περιορίζουν την πίεση στις Κεντρικές Τράπεζες, εντούτοις η μελλοντική καθοδήγηση της Fed σχετικά με την πολιτική επιτοκίων ενδέχεται να οδηγήσει σε στάση αναμονής τις αποφάσεις για το παρεμβατικό επιτόκιο (Διάγραμμα 3).

3 | Νομισματική Πολιτική



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ΠΙΝΑΚΑΣ | Προβλέψεις Βασικών Μεγεθών

	ΑΕΠ		Πληθωρισμός		Παρεμβατικό Επιτόκιο	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023
Βραζιλία	2,9	0,9	9,3	5,3	13,75	12,5
Ρωσία	-2,1	-1,7	13,8	5,8	7,5	7,55
Ινδία	9,1	6,9	6,7	6,6	6,25	6,6

- **Η Βραζιλία** το 2023 θα πρέπει να αντιμετωπίσει τη σημαντικά επιβραδυνόμενη οικονομική δραστηριότητα, η οποία σηματοδοτείται από τη συρρίκνωση του πραγματικού ΑΕΠ κατά 0,2% ετησίως το Δ' τρίμηνο, από 0,3% το προηγούμενο, αυξάνοντας τις πιθανότητες για ύφεση το 2023, καθώς και την αποδυνάμωση της αγοράς εργασίας. Το αναμενόμενο μεγαλύτερο κενό παραγωγής, σε συνδυασμό με τις χαμηλότερες τιμές των βασικών εμπορευμάτων σε εγχώριο νόμισμα συνεχίζει να υποστηρίζει τις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό το τρέχον έτος στο 5,3% από 9,3% το 2022, το οποίο, όμως, παραμένει πάνω από το ανώτατο όριο του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας. Ως αποτέλεσμα, εκτιμούμε ότι η Κεντρική Τράπεζα δεν θα ξεκινήσει τον κύκλο χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής πριν το Β' εξάμηνο του 2023. Στον δημοσιονομικό τομέα, η κυβέρνηση σχεδιάζει την ολοκλήρωση του νέου δημοσιονομικού κανόνα εντός των επόμενων μηνών, το οποίο αναμένεται να διαμορφωθεί από ένα 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 προ-κυκλικό, με σκοπό οι δαπάνες να είναι συνδεδεμένες με τα έσοδα και όχι τον πληθωρισμό όπως είναι τώρα. Εκτιμούμε ότι το δημόσιο χρέος θα συνεχίσει την ανοδική τάση φέτος και θα φτάσει σε επίπεδα κοντά στο 90% του ΑΕΠ το 2026.
- **Στην Ινδία**, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ επιβραδύνθηκε στο 5,3% σε ετήσια βάση, κατά το Β' εξάμηνο του ημερολογιακού έτους 2022 από 8,2% το Α' εξάμηνο, καθώς η ανάκαμψη από την πανδημία έχει δώσει τη θέση της σε μια ομαλοποίηση της οικονομικής δραστηριότητας χωρίς να διαφαίνονται περαιτέρω κίνδυνοι από την πανδημία. Ενώ, μέρος της επιβράδυνσης αποδίδεται σε



αποτέλεσμα βάσης εξαιτίας των σημαντικά υψηλών ρυθμών ανάπτυξης το 2020 και 2021, οι πληθωριστικές πιέσεις έχουν επηρεάσει αρνητικά την ανάπτυξη της ιδιωτικής κατανάλωσης, που μειώθηκε στο 5,5% από 11,7% τα αντίστοιχα έτη. Επιπλέον, οι υψηλότερες τιμές των εισαγόμενων προϊόντων συνέβαλαν στις καθαρές εξαγωγές, ασκώντας μικρή επιβράδυνση στη συνολική ανάπτυξη. Εντούτοις, ο ακαθάριστος σχηματισμός παγίου κεφαλαίου παρέμεινε σχετικά σταθερός, καθώς σημειώθηκε μείωση στην ανάπτυξη σε περίπου 9% από 11,9%. Αν και ο μέσος ετήσιος πληθωρισμός ήταν πάνω από το ανώτατο όριο του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας (2%-6%) στο 6,7% το 2022, κάποιους μήνες ο δείκτης τιμών καταναλωτή ξεπέρασε το 7% εξαιτίας των υψηλότερων τιμών καυσίμων και βασικών προϊόντων τροφίμων που αποτελούν και το 50% του καλαθιού του δείκτη τιμών καταναλωτή. Ως αποτέλεσμα, η Κεντρική Τράπεζα προχώρησε σε αύξηση του παρεμβατικού επιτοκίου κατά 250 μβ σωρευτικά, ομαλοποιώντας ουσιαστικά τη νομισματική πολιτική της στις προ-πανδημικές συνθήκες. Οι πρόδρομοι δείκτες, η ανάκαμψη της γεωργίας -η οποία διαφάνεται στην αγορά εργασίας- καθώς και η ισχυρή πιστωτική επέκταση σηματοδοτούν την ανθεκτική ανάπτυξη το επόμενο έτος, με το πραγματικό ΑΕΠ να ανέρχεται στο 6,9% ετησίως. Επιπλέον, στήριξη στην οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να έχει και η προβλεπόμενη αύξηση των κεφαλαιουχικών δαπανών από την κυβέρνηση.

- **Στη Ρωσία**, η συρρίκνωση της πραγματικής οικονομίας το 2022 ήταν σημαντικά μικρότερη από ό,τι αναμενόταν, εντούτοις εκτιμάται ότι το πραγματικό ΑΕΠ, πλέον, θα βρίσκεται σε μία εκτεταμένη ύφεση σε χαμηλότερα επίπεδα. Η δραστηριότητα το 2023 αναμένεται να συρρικνωθεί κατά 1,7% ετησίως, ενώ η όποια εκτίμηση για ανάπτυξη το 2024 δεν αναμένεται να είναι αρκετά ισχυρή για να διασφαλίσει την επιστροφή στα επίπεδα του 2021. Βασικοί άξονες που θα συνεχίζουν να επηρεάζονται αρνητικά από την ύφεση είναι η ιδιωτική κατανάλωση, οι επενδύσεις, καθώς και οι εξαγωγές. Επιπλέον, η περιορισμένη οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να συνεχίσει να μειώνει τις πληθωριστικές πιέσεις, με τον πληθωρισμό, το 2023, να αυξάνεται με βραδύτερη ταχύτητα στο 5,8% σε σχέση με τα ιστορικά υψηλά του 2022 στο 13,8%. Το παραπάνω, αναμένουμε ότι θα λειτουργήσει θετικά στην τρέχουσα νομισματική πολιτική, καθώς αφήνει χώρο για στάση αναμονής στο παρεμβατικό επιτόκιο το οποίο τώρα ανέρχεται στο 7,5%.



03

ΚΑΤΑΝΟΜΗ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ

Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τη μετοχική αγορά, κυρίως λόγω αποτιμήσεων και της επερχόμενης επιβράδυνσης / ύφεσης στις οικονομίες ΗΠΑ και ΕΖ. Στα κρατικά ομόλογα διατηρούμε ήπια θετική άποψη. 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 υποβαθμίζεται σε 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, την ΕΖ, το Η.Β. και την Ιαπωνία, η άποψή μας παραμένει

Κατηγορία Επένδυσης	Άποψη	Αλλαγή
Μετοχές	Ήπια Αρνητική	
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	
Ην. Βασίλειο	Ήπια Αρνητική	
Ιαπωνία	Ήπια Αρνητική	
Αναδ. Αγορές	Ουδέτερη	
Κρατικά Ομόλογα	Ήπια Θετική	
ΗΠΑ	Ήπια Θετική	
Ευρωζώνη (Γερμανία)	Ουδέτερη	
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	Ήπια Αρνητική	↓
USDJPY	Ήπια Αρνητική	
EURGBP	Ουδέτερη	↓
Εμπορεύματα	Ήπια Αρνητική	↓
Χρυσός	Ουδέτερη	
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	

ήπια αρνητική. Διατηρούμε την προτίμησή μας στον κλάδο της ενέργειας, της υγείας της Τεχνολογίας (Large Caps) και στη μικρή κεφαλαιοποίηση έναντι της μεγάλης. Στην ΕΖ προτιμούμε τον κλάδο της ενέργειας και των χρηματοοικονομικών (κυρίως τράπεζες). Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη για τις Αναδυόμενες Αγορές, κυρίως λόγω Κίνας.

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

- **Στα εταιρικά ομόλογα,** η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική εκτός από τα επενδυτικής διαβάθμισης (IG) των ΗΠΑ που παραμένει ουδέτερη.

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



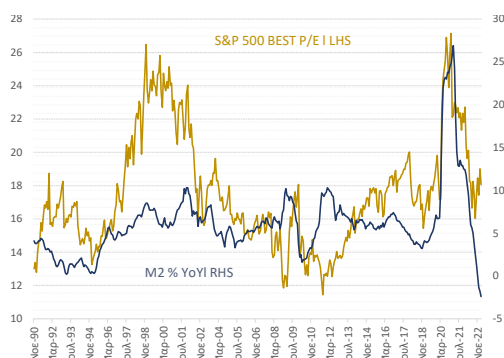
04 ΜΕΤΟΧΕΣ

Οι περισσότερες μετοχικές αγορές καταγράφουν θετικές αποδόσεις από τις αρχές του έτους, καθώς οι προσδοκίες για μια επικείμενη αλλαγή της στάσης της νομισματικής πολιτικής (κυρίως στις ΗΠΑ), λόγω της αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, ενίσχυσε τη διάθεση των επενδυτών. Ωστόσο, οι αυξημένες πιθανότητες για ύφεση και οι αποτιμήσεις, μας οδηγούν στο να διατηρούμε την ήπια αρνητική θέση στις μετοχές. Παραμένουμε ήπια αρνητικοί στις ΗΠΑ (προτίμηση σε ενέργεια, υγεία, “growth” κλάδους), και στην ΕΖ (προτίμηση σε ενέργεια και χρη/κα), και μένουμε ουδέτεροι στις Αναδυόμενες Αγορές, λόγω Κίνας. Στο Η.Β., η άποψή μας διατηρείται σε ήπια αρνητική, όπως και στην Ιαπωνία.

4.1 ΗΠΑ: Ήπια αρνητική άποψη

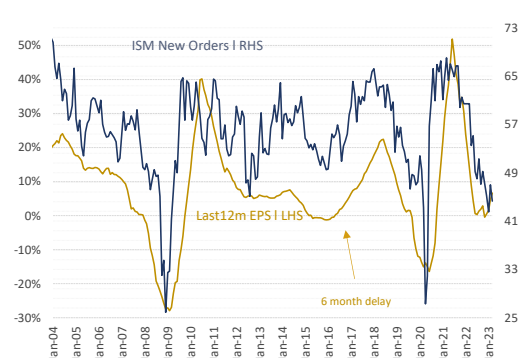
- **Οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ ξεκίνησαν το 2023 σε θετικό έδαφος, μετά από τις απώλειες που είχαν το 2022.** Το Α΄ τρίμηνο του 2023, ο δείκτης S&P500 είχε απόδοση 7,5%, ενώ από τις αρχές του έτους η απόδοσή του βρίσκεται στο 8%. Η τραπεζική κρίση του Μαρτίου που προκλήθηκε με την κατάρρευση δύο αμερικανικών τραπεζών (Silicon Valley, Signature Bank) πίεσε τις αγορές, ωστόσο η άμεση αντίδραση των αρχών (προστασία των καταθέσεων, παροχή προγράμματος ενίσχυσης των τραπεζών) μετρίασε τις ανησυχίες, περιορίζοντας αρκετά τις απώλειες του Μαρτίου. Ο βασικός λόγος της θετικής αντίδρασης της αγοράς είναι η εκτίμηση ότι η Fed θα αλλάξει ρητορική και θα προχωρήσει σε παύση/μείωση του βασικού επιτοκίου της στο τέλος του 2023. Οι αποτιμήσεις (P/E) του δείκτη παραμένουν σε υψηλό επίπεδο 18,5, με τις εκτιμήσεις για την κερδοφορία για το 2023 να βρίσκονται σε θετικό έδαφος και να μην αντανακλούν το ενδεχόμενο μιας ύφεσης. Από την άλλη, η μείωση της ρευστότητας στην αγορά, λόγω της συνεχιζόμενης μείωσης της ποσότητας του χρήματος στην οικονομία ενδέχεται να πιέσει τις αποτιμήσεις. Συγκεκριμένα, η θετική συσχέτιση της μεταβολής του δείκτη M2 (ποσότητα χρήματος) με τις αποτιμήσεις (τιμή/κέρδη-P/E) του S&P500, δείχνει πιθανή υποχώρηση των τελευταίων. Αυτό οφείλεται στο ότι η ετήσια μεταβολή του δείκτη M2, που τα τελευταία 25 έτη είναι θετική, έχει γυρίσει σε αρνητικό επίπεδο από τον Δεκέμβριο του 2022 (Διάγραμμα 1).

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



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Πρόδρομοι δείκτες & Last12m EPS%





- **Παρά την μεικτή εικόνα των πρόδρομων δεικτών τον τελευταίο μήνα, η τάση τους παραμένει καθοδική.** Συγκεκριμένα, ο πρόδρομος δείκτης για τις νέες παραγγελίες παραμένει πτωτικός, μετά από μια μικρή ανάκαμψη τον Φεβρουάριο, προμηνύοντας ενδεχόμενη επιδείνωση του EPS (Διάγραμμα 2). Αν και οι εκτιμήσεις της αγοράς για την κερδοφορία μειώθηκαν φέτος στο +1,2% από +2,9%, ωστόσο παραμένουν σε θετικό πρόσημο παρά τις αρνητικές αναθεωρήσεις (-10%). Λαμβάνοντας υπόψη ότι η μέση πτώση του EPS στις προηγούμενες περιόδους ύφεσης ήταν περίπου στο 29% και σε συνδυασμό με τις πιθανότητες για ύφεση που βρίσκονται στο 65% και με την εκτίμηση του υποδείγματος μας για μεταβολή -15% του EPS για φέτος, θα μπορούσαμε να περιμένουμε περαιτέρω υποχώρηση των εκτιμήσεων το επόμενο διάστημα.
- **Ύστερα από την πρόσφατη μεταβολή της ρητορικής της Fed, ο λόγος τιμής προς κέρδη βρίσκεται στο x18,5 με τις προσδοκίες για κερδοφορία σε ορίζοντα έτους να είναι κοντά στο 0.** Ο μέσος όρος του δείκτη τιμής προς κέρδη για τον S&P, την τελευταία 25-ετία, είναι x19,2. Η περίοδος αυτή ήταν μια περίοδος αποπληθωρισμού, πολύ χαμηλών πραγματικών επιτοκίων, σχετικά υψηλής παραγωγικότητας (ιδίως πριν το 2007) και σημαντικής νομισματικής επέκτασης. Στην παρούσα περίοδο, όλες αυτές οι τάσεις που ιστορικά έχουν συνδεθεί με υψηλές αποτιμήσεις έχουν αντιστραφεί, με αποτέλεσμα μια δίκαιη αποτίμηση της αγοράς να είναι πιο κοντά στον μέσο όρο της περιόδου 1955-1997 που είναι x15,5. Έτσι, στα x18,5 (και όσο ο πληθωρισμός δεν αποκλιμακώνεται γρήγορα) οι αποτιμήσεις εμφανίζονται (ιδιαίτερα) ακριβές. Παράλληλα, οι πρόδομοι δείκτες που ακολουθούμε δείχνουν τώρα μια αναμενομένη μείωση της κερδοφορίας 15% (από 10% πριν από 6 μήνες). Με σταθερές αποτιμήσεις στο x18,5, ο δείκτης S&P500 θα πρέπει να υποχωρήσει στη περιοχή του 3.500 για να ενσωματώσει την εξέλιξη αυτή, ή αλλιώς να δούμε μια άνοδο των αποτιμήσεων στο x21. Στο βασικό μας σενάριο παραμένει η μείωση του EPS κατά 15%, η οποία αντιστοιχεί σε μια δίκαιη αποτίμηση του δείκτη στις 3.500 μονάδες. Αντίθετα, σε ένα αισιόδοξο σενάριο μηδενισμού της πιθανότητας ύφεσης με μικρή άνοδο των αποτιμήσεων στο x19,2, ο δείκτης θα αποτιμάται δίκαια στις 4.300 μονάδες. Σε ένα πιο αρνητικό σενάριο, με διόρθωση του EPS κατά 15% και αποτιμήσεις οι οποίες αποτυπώνουν καλύτερα το παρόν μακροοικονομικό περιβάλλον (x17), ο δείκτης θα αποτιμάται δίκαια στις 3.220 μονάδες. Παράλληλα, αναγνωρίζουμε τη βελτίωση του επενδυτικού κλίματος και τη θετική τεχνική εικόνα του δείκτη. Σε αυτό πλαίσιο, μια κίνηση κάτω από το επίπεδο των 3.700 μονάδων (κινητός μέσος 200 εβδομάδων) θα χρειαστεί σημαντικές αρνητικές εκπλήξεις για να διασπαστεί. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.** Αναμένουμε σημάδια επιδείνωσης της θετικής τεχνικής εικόνας για περαιτέρω υποβάθμιση των μετοχών στις ΗΠΑ.

ΗΠΑ - Κλάδοι

- **Η εικόνα των κλάδων δεν έχει αλλάξει από την προηγούμενη Στρατηγική.** Οι “growth” κλάδοι των Υπ. Επικοινωνίας, της Τεχνολογίας και των Κυκλικών Προϊόντων συνεχίζουν να υπεραποδίδουν του δείκτη από τις αρχές του έτους, καταγράφοντας αποδόσεις 20%, 19% και 14% αντίστοιχα έναντι του 8% του S&P500. Αντίθετα, η τραπεζική κρίση του Μαρτίου έχει επηρεάσει αρνητικά τον κλάδο των Χρη/κων (τράπεζες), καταγράφοντας απώλειες -3% από τις αρχές του έτους, ακολουθούμενος από τον κλάδο της Ενεργείας (λόγω της υποχώρησης της τιμής του πετρελαίου και της αύξησης των ανησυχιών για ύφεση) και από τους αμυντικούς κλάδους της Υγείας και της Κοινής Ωφέλειας. Ωστόσο, από τα χαμηλά επίπεδα του Μαρτίου (λόγω της τραπεζικής κρίσης) γρηγορότερη ανάκαμψη είχαν οι κλάδοι της Ενεργείας (ενισχύθηκε και από τις αποφάσεις του

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες απότιμησης

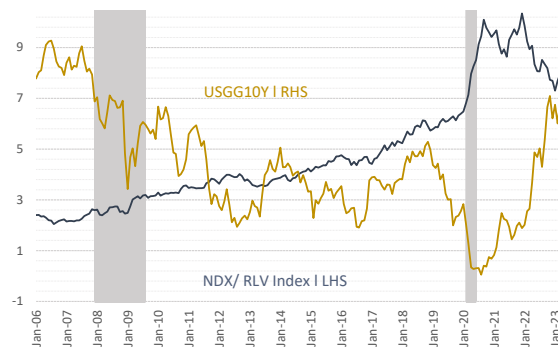
	Θεμελιώδη									Αποτιμήσεις					
	Μτβ % EPS			Μτβ % Sales			Μτβ % DPS			Latest	20y	Latest	20y	Latest	20y
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	P/E	Median	P/BV	Median	D/Y	Median
Industrials	29,2%	12,3%	14,4%	14,5%	3,5%	5,1%	15,4%	8,3%	5,2%	18,2	18,4	4,5	3,4	1,7%	2,2%
IT	3,8%	-1,3%	16,3%	9,1%	0,1%	8,6%	9,9%	1,7%	5,5%	24,3	20,5	8,2	4,2	1,0%	1,2%
Cons. Stpls	1,3%	3,7%	9,1%	8,7%	4,5%	3,7%	5,8%	5,3%	4,7%	20,8	18,0	5,5	4,4	2,3%	2,8%
Cons. Disc	-11,6%	29,2%	20,8%	15,3%	6,6%	7,7%	25,7%	9,9%	7,2%	25,2	22,8	7,1	4,4	0,9%	1,3%
Health Care	5,0%	-9,5%	9,8%	9,9%	2,6%	5,2%	7,9%	6,5%	5,6%	17,6	19,9	4,2	3,9	1,6%	1,9%
Energy	154,4%	-22,8%	-1,5%	51,4%	-12,3%	-1,9%	26,0%	-2,2%	3,4%	10,7	13,1	2,1	2,1	3,7%	2,7%
Financials	-14,4%	8,0%	10,1%	5,5%	5,0%	4,4%	10,3%	6,4%	6,7%	13,0	14,4	1,6	1,5	2,0%	2,0%
Materials	5,4%	-16,0%	5,8%	12,9%	-3,9%	-0,2%	19,7%	-6,0%	3,7%	16,6	16,6	2,6	2,9	2,1%	2,1%
Utilities	1,2%	6,0%	7,7%	9,3%	-2,2%	2,7%	2,7%	6,1%	6,8%	18,2	17,5	2,0	1,9	3,0%	3,7%
Com Serv.	-20,4%	20,6%	18,2%	5,9%	4,5%	6,2%	-17,4%	3,1%	6,4%	16,3	21,4	2,9	2,6	0,8%	2,1%
Real Estate	12,4%	-0,4%	5,6%	10,2%	4,9%	5,5%	21,6%	-0,9%	3,4%	17,4	46,0	2,9	3,0	3,4%	3,4%
S&P 500	4,7%	1,7%	11,9%	12,8%	2,0%	4,8%	10,7%	4,5%	5,4%	18,2	17,8	3,7	2,9	1,6%	2,1%
S&P Small Cap 600	12,4%	-11,3%	17,4%	19,5%	-2,1%	4,2%	25,0%	-8,2%	2,1%	12,8	22,0	1,3	2,0	1,8%	2,0%
S&P 500 Growth (ISU)	-2,3%	3,9%	15,3%	10,0%	3,9%	6,6%	7,2%	5,4%	5,9%	21,0	20,6	5,4	3,8	1,1%	1,6%
S&P 500 Value (ISU)	14,4%	-0,1%	7,9%	16,1%	0,9%	2,9%	13,5%	4,3%	5,1%	15,0	16,2	2,4	2,3	2,5%	2,5%
Banks	-21,3%	8,9%	1,3%	2,7%	6,1%	-0,3%	9,6%	2,4%	7,2%	8,1	12,2	0,9	1,0	3,7%	2,8%

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ΟΠΕΚ+ για περιορισμό της παραγωγής), των Χρη/κων, των Πρώτων Υλών και οι αμυντικοί κλάδοι της Υγείας και των Μη Κυκλικών Προϊόντων.

- Όπως παρατηρούμε στον Πίνακα 1, οι κλάδοι με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη αύξηση του EPS για φέτος είναι “growth” κλάδοι των Κυκλικών Προϊόντων και των Επικοινωνιών, καθώς και ο κλάδος της Βιομηχανίας. Αντίθετα, οι αναλυτές περιμένουν μείωση του EPS για τους κλάδους της Ενέργειας, των Πρώτων Υλών, της Υγείας, της Τεχνολογίας και των Ακινήτων. Γενικά, αναμένεται φέτος οι “growth” κλάδοι να έχουν μεγαλύτερη αύξηση του EPS (+2,8%) από τους “value” (+0,1%). Ίδια εικόνα εμφανίζουν και οι αναθεωρήσεις των εκτιμήσεων για φέτος, οι οποίες είναι αρνητικές για το σύνολο των κλάδων, με εξαίρεση τον κλάδο της Τεχνολογίας (“growth”), ο οποίος εμφανίζει θετικές αναθεωρήσεις και για το 2024.

3 | NDX/RLV Index & Απόδοση 10YUST



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Διατηρούμε θετική άποψη για τις “growth” εταιρείες σε σχέση με τις “value”, και συγκεκριμένα για τις εταιρείες του κλάδου της Τεχνολογίας. Συγκεκριμένα, η απόδοση του τεχνολογικού δείκτη NASDAQ-100, από τις αρχές του έτους, είναι κοντά στο +17%, έναντι της οριακής αρνητικής απόδοσης των “value” εταιρειών, οι οποίες υπεραπέδωσαν έναντι του πρώτου το 2022.



- Τα ρίσκα για ύφεση στο Β' εξάμηνο παραμένουν υψηλά. Η τραπεζική κρίση του Μαρτίου σε συνδυασμό με την αρνητική εικόνα των κυριότερων πρόδρομων δεικτών (ISM, Conference Board, Philip Fed Mng Index) έχουν αυξήσει τις πιθανότητες για αλλαγή της ρητορικής της Fed (παύση ή μείωση των επιτοκίων). Σε αυτό το περιβάλλον οι "growth" εταιρείες, και δη της τεχνολογίας, θα ευνοηθούν, λόγω της αρνητικής συσχέτισής τους με τις αποδόσεις των επιτοκίων. Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω και το γεγονός ότι, όπως έχουμε αναφέρει στην προηγούμενη Στρατηγική, σε περιόδους ύφεσης ο τεχνολογικός δείκτης NASDAQ-100 υπεραποδίδει έναντι των "value" εταιρειών (Russell 1000 Value Index), **διατηρούμε τη θετική άποψή μας για τις "growth" εταιρείες σε σχέση με τις "value"** με μια κάποια επιφύλαξη βραχυπρόθεσμα, λόγω της υπεραπόδοσης.
- **Αναφορικά με τις "value" εταιρείες, παραμένει θετική η άποψή 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. Η ζήτηση για πετρέλαιο αναμένεται να αυξηθεί, λόγω της επανεκκίνησης της οικονομίας της Κίνας και δεδομένου ότι η προσφορά για το πετρέλαιο θα παραμείνει υποτονική, τόσο λόγω της χαμηλής επένδυσης των εταιρειών πετρελαίου τα προηγούμενα έτη όσο και της μείωσης της παραγωγής από τις χώρες του ΟΠΕΚ+, η τιμή του ίσως ενισχυθεί στο τέλος του έτους.
- Επιπρόσθετα, στην κατηγορία των "value" κλάδων, αυτός των Τραπεζών παρουσιάζει ενδιαφέρον, καθώς φαίνεται ότι έχει ήδη προεξοφλήσει αρκετά αρνητικά σενάρια. Δεδομένου ότι η τραπεζική κρίση έχει μετριαστεί, ο παραπάνω κλάδος είναι ο πιο «φθηνός» σε όρους αποτιμήσεων, προσφέροντας από τις πιο υψηλές μερισματικές αποδόσεις (Πίνακας 1).
- **Διατηρούμε τη 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 τη βιοτεχνολογία), θα ωφεληθεί από την ενδεχόμενη μείωση των επιτοκίων το 2023. 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.
- **Διατηρούμε τη θετική άποψή μας στη μικρή κεφαλαιοποίηση έναντι της μεγάλης.** Η μικρή κεφαλαιοποίηση συνεχίζει και βρίσκεται σε πιο φθηνά επίπεδα έναντι του δείκτη (Πίνακας 1). Όπως έχει αναφερθεί προηγουμένως, συσχετίζοντας τον λόγο της μικρής κεφαλαιοποίησης και του S&P500 έναντι του ISM μεταποίησης των ΗΠΑ, παρατηρούμε ότι ο δείκτης S&P600 δεν είχε χειρότερη απόδοση σε περιόδους ύφεσης (2000 και 2007) από τον S&P500, μάλιστα υπεραπέδωσε του τελευταίου.

4.2 Ευρωζώνη: Ήπια Αρνητική άποψη

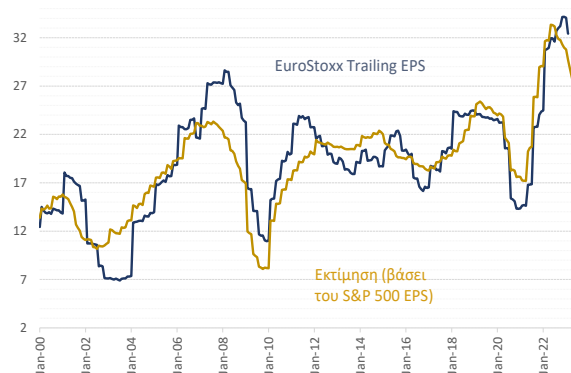
- **Ο ευρωπαϊκός δείκτης Euro Stoxx (SXXE Index) συνέχισε τη θετική πορεία του Δ' τριμήνου του 2022**, καταγράφοντας απόδοση +11,5% για το Α' τρίμηνο του 2023, ενώ, από τις αρχές του έτους, η απόδοση του βρίσκεται στο +13,5%. Σε επίπεδο κλάδων, από τις αρχές του έτους, οι "growth" κλάδοι των Κυκλικών Προϊόντων, της Τεχνολογίας και των Υπ. Επικοινωνίας, μαζί με τον κλάδο



των Μη Κυκλικών Προϊόντων, υπεραποδίδουν του δείκτη (αποδόσεις: 24%, 17%, 15% και 18% αντίστοιχα). Στις επιμέρους χώρες, οι δείκτες της Ιταλίας, της Γαλλίας, της Ισπανίας και της Γερμανίας υπεραποδίδουν του δείκτη από τις αρχές του έτους (κυρίως λόγω του βάρους που έχουν στο κλάδο των Κυκλικών Προϊόντων).

- **Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του Euro Stoxx παραμένουν θετικές για φέτος (+4%) και για το 2024 (+9,6%).** Ο ήπιος χειμώνας και η βελτιωμένη εικόνα που παρουσιάζουν ορισμένοι πρόδρομοι δείκτες (PMI, καταναλωτικής εμπιστοσύνης) έχουν λειτουργήσει θετικά για τις εταιρείες της ΕΖ, με τις πιθανότητες της ύφεσης να έχουν διαμορφωθεί στο 45% από 54% που ήταν την προηγούμενη φορά. Ενδεικτικό του παραπάνω κλίματος είναι ότι από τις αρχές του έτους 8 κλάδοι από τους 11 έχουν θετικές αναθεωρήσεις του EPS για φέτος, με πρώτο τον κλάδο των Χρη/κων, παρά την τραπεζική κρίση του Μαρτίου, ενώ οι αμυντικοί κλάδοι της Υγείας, των Επικοινωνιών και η Ενέργεια έχουν αρνητικές αναθεωρήσεις. Ωστόσο, η τάση των πρόδρομων δεικτών παραμένει καθοδική, αποτελώντας ενδεχόμενη πίεση για το EPS των εταιρειών. Παράλληλα, η μείωση της ρευστότητας, λόγω της μείωσης της προσφοράς χρήματος (M1), θα επηρεάσει αρνητικά τις αποτιμήσεις, καθώς υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των δυο μεταβλητών. Στα αρνητικά, επίσης, συγκαταλέγεται και η συσχέτιση του EPS του EuroStoxx με το EPS του S&P500, καθώς ο τελευταίος αποτελεί προάγγελο του πρώτου, εμφανίζοντας μεγαλύτερη μεταβλητότητα (κατά 20%). Συγκεκριμένα, μια πτώση 10% του S&P500 ακολουθείται συνήθως από μία πτώση 12% του EPS του EuroStoxx. Όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα 4, έχοντας εκτιμήσει το EPS του τελευταίου με βάση το EPS του πρώτου, στα σημεία καμψής του 2001 και του 2008, το EPS υπερβαίνει τις εκτιμήσεις του κατά 16% και 32% αντίστοιχα. Συνεπώς, θα μπορούσαμε να περιμένουμε μεγαλύτερη υποχώρηση της κερδοφορίας στην ΕΖ από ότι στις ΗΠΑ.

4 | Πρόδρομοι δείκτες & Last 12m EPS



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Η άποψή μας διατηρείται σε ήπια αρνητική για την ΕΖ.** Αν και η κατάσταση στην ΕΖ δεν είναι τόσο χειρότερη όσο περίμενε η αγορά στο τέλος του προηγούμενου έτους, ωστόσο το ενδεχόμενο ύφεσης στις ΗΠΑ και στον υπόλοιπο κόσμο, σε συνδυασμό με τον υψηλό πληθωρισμό, αυξάνουν τα ρίσκα για τις μετοχικές αγορές της ΕΖ, οι οποίες έχουν κυρίως βάρος σε κυκλικούς και “value” κλάδους. Αναμένουμε σημάδια επιδείνωσης της θετικής τεχνικής εικόνας για περαιτέρω υποβάθμιση των μετοχών στην ΕΖ.

Ευρωζώνη: Κλάδοι και επιμέρους γεωγραφικές περιοχές

- Όπως παρατηρούμε στον Πίνακα 3, οι κλάδοι που αναμένεται φέτος να έχουν μείωση της κερδοφορίας παραμένουν αυτοί της Ενέργειας και των Πρώτων Υλών (σε διψήφιο ποσοστό), ενώ η μεταβολή του EPS για τους κλάδους των Κυκλικών Προϊόντων και των Ακινήτων έχει γυρίσει σε θετικό πρόσημο. Από την άλλη, εκτός από τον κλάδο της Κοινής Ωφέλειας που είχε υποχωρήσει αρκετά το 2022, οι κλάδοι των Χρη/κων, της Τεχνολογίας και της Βιομηχανίας εμφανίζουν για φέτος διψήφιο ποσοστό αύξησης του EPS.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες αποτιμήσεων

	Μτβ % EPS			Θεμελιώδη Μτβ % Sales			Μτβ % DPS			Latest		20y		Latest		20y	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	P/E	Median	P/BV	Median	D/Y	Median		
Industrials _ISU	17,4%	17,5%	14,6%	14,2%	8,0%	4,5%	14,2%	13,9%	11,0%	15,6	18,2	2,4	2,4	1,9%	2,9%		
IT _ISU	1,5%	20,2%	15,2%	11,8%	12,5%	7,8%	13,6%	13,2%	12,9%	21,0	27,4	4,0	3,8	1,1%	1,7%		
Cons. Stpls _ISU	-0,6%	5,7%	14,4%	11,1%	10,7%	5,5%	13,0%	5,1%	10,6%	17,0	15,1	2,3	2,1	1,6%	2,6%		
Cons. Disc _ISU	108,8%	-22,0%	-9,1%	49,6%	-10,3%	-3,3%	21,7%	-7,4%	2,3%	6,2	11,2	1,1	1,3	4,4%	5,2%		
HealthCare _ISU	3,8%	-24,5%	10,5%	11,8%	-1,4%	1,5%	10,8%	-4,9%	5,1%	14,8	16,0	1,5	1,8	2,8%	2,9%		
Energy _ISU	-54,7%	148,8%	4,7%	19,0%	-3,4%	-3,0%	-3,0%	7,4%	5,3%	13,3	13,3	1,7	1,5	3,9%	4,8%		
Financials _ISU	10,2%	9,7%	11,7%	11,4%	9,8%	4,6%	9,1%	16,5%	11,6%	21,8	21,2	2,9	3,1	1,4%	2,2%		
Materials _ISU	2,2%	2,5%	14,0%	9,2%	5,6%	5,3%	2,9%	6,9%	8,6%	16,3	19,6	2,0	2,4	1,9%	2,4%		
Utilities _ISU	-2,3%	20,3%	10,7%	-1,2%	8,3%	3,3%	-3,4%	15,6%	9,3%	7,8	11,1	0,8	0,9	4,5%	4,7%		
Com. Serv. _ISU	21,4%	4,9%	13,9%	2,1%	3,3%	2,2%	0,1%	11,2%	6,0%	16,9	15,7	1,6	1,9	3,0%	4,4%		
Real Estate _ISU	5,6%	1,1%	1,7%	8,4%	11,4%	2,2%	6,3%	4,1%	3,9%	9,8	19,4	0,5	1,1	6,1%	4,5%		
Euro STOXX	16,1%	4,0%	9,6%	16,4%	-0,7%	2,7%	10,2%	3,9%	8,4%	13,2	15,8	1,7	1,7	2,6%	3,4%		
Euro STOXX Small	-70,0%	345,6%	14,4%	29,0%	-9,4%	3,8%	15,0%	9,4%	12,2%	13,7	19,9	1,3	1,7	2,4%	3,1%		
Banks _ISU	11,2%	10,0%	11,6%	5,2%	9,8%	2,8%	-0,3%	20,1%	11,2%	6,6	11,6	0,6	0,8	4,7%	4,6%		

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- Διατηρούμε την προτίμησή μας για τον κλάδο Ενέργειας, παρά τη μείωση της εκτιμώμενης 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 επανεκκίνηση της Κίνας εκτιμάται ότι θα αυξήσει τη ζήτηση για πετρέλαιο, ενισχύοντας και την τιμή του και κατ' επέκταση τα έσοδα/κερδοφορία των εταιρειών.

ΠΙΝΑΚΑΣ 3

Εκτιμήσεις για θεμελιώδη επιμέρους κλάδων & δείκτες αποτιμήσεων

	Μτβ % EPS			Θεμελιώδη Μτβ % Sales			Μτβ % DPS			Latest		20y		Latest		20y	
	2022	2023	2024	2022	2023	2024	2022	2023	2024	P/E	Median	P/BV	Median	D/Y	Median		
S&P 500	4,7%	1,2%	11,9%	12,8%	1,8%	4,8%	10,7%	4,7%	5,4%	18,2	17,8	3,7	2,9	1,6%	2,1%		
Euro STOXX	16,1%	4,0%	9,6%	16,4%	0,7%	2,6%	10,2%	4,2%	8,4%	13,2	15,8	1,7	1,7	2,6%	3,4%		
STOXX Europe 600	14,1%	2,7%	8,4%	16,6%	1,6%	1,8%	6,3%	3,4%	7,3%	13,2	16,2	1,8	1,8	2,8%	3,6%		
DAX	12,4%	-3,6%	11,1%	15,2%	1,4%	3,4%	10,7%	1,0%	8,7%	11,8	14,0	1,5	1,6	2,8%	3,2%		
CAC 40	29,1%	-5,6%	8,2%	20,8%	-0,5%	2,7%	17,6%	1,6%	8,7%	14,2	16,9	2,0	1,7	2,3%	3,3%		
IBEX 35	19,1%	-9,4%	7,0%	25,6%	-3,4%	0,3%	19,1%	6,4%	5,9%	11,3	14,1	1,2	1,4	2,8%	4,4%		
FTSE MIB (ISU)	36,5%	-1,1%	3,6%	21,4%	0,4%	0,0%	6,9%	9,4%	3,8%	8,4	15,4	1,2	1,3	3,8%	4,2%		
FTSE 100 (ISU)	15,8%	-2,8%	5,2%	15,1%	-1,0%	0,6%	-8,1%	6,2%	4,8%	10,9	15,3	1,6	1,8	3,5%	4,1%		
TOPIX (ISU)	-2,6%	5,9%	8,7%	-1,5%	3,1%	2,1%	-2,2%	3,0%	6,8%	13,3	16,5	1,2	1,3	2,4%	2,1%		
HSCE (ISU)	0,8%	9,8%	11,4%	-0,1%	9,3%	8,4%	0,9%	9,1%	6,0%	8,7	10,9	1,0	1,6	2,2%	3,1%		
World	-22,8%	41,4%	16,2%	8,6%	3,3%	5,3%	2,7%	3,5%	5,8%	14,9	17,9	2,1	2,1	2,2%	2,6%		
MSCI EM (ISU)	1,7%	-2,8%	19,4%	6,8%	4,8%	7,0%	5,5%	1,3%	7,0%	13,0	12,5	1,6	1,6	3,0%	2,6%		

Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



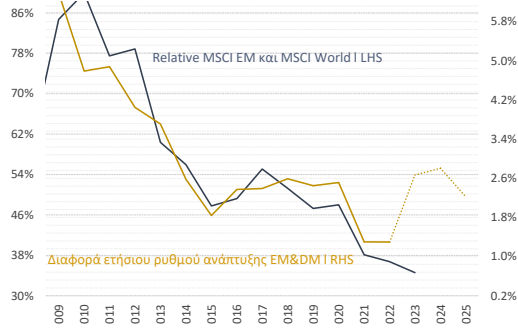
- **Διατηρούμε τη θετική άποψή μας για τον κλάδο των Χρη/κων.** Αν και η τραπεζική κρίση του Μαρτίου, με την κατάρρευση των δύο αμερικανικών τραπεζών και την εξαγορά της προβληματικής Credit Suisse από την UBS, δημιούργησε αναταράξεις στις αγορές, η άμεση αντιμετώπιση από τις αρμόδιες αρχές έχει μετριάσει τις ανησυχίες στην τραπεζική αγορά. Ο κλάδος των Χρη/κων παραμένει ο δεύτερος «φθηνότερος» κλάδος, μετά την Ενέργεια, σε σχέση με τον δείκτη (P/E, P/B, D/Y). Επιπρόσθετα, σε περιβάλλον υψηλών επιτοκίων, τα έσοδα των τραπεζών αναμένεται να ενισχυθούν, ενώ, παράλληλα, οι ισχυροί ισολογισμοί τους θα αποτελέσουν στήριγμα σε μια ενδεχόμενη οικονομική επιβράδυνση.

4.3 Υπόλοιπος Κόσμος

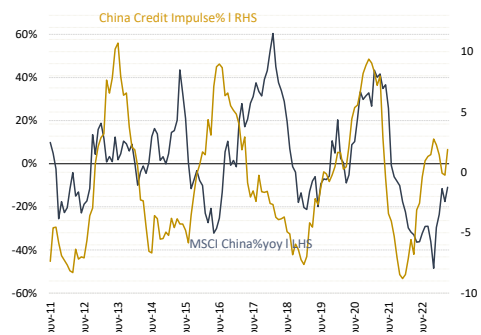
- **Διατηρούμε την άποψή μας για το Η.Β. σε ήπια αρνητική.** Ο βρετανικός δείκτης FTSE 100 έχει τη μικρότερη θετική απόδοση από τους κυριότερους μετοχικούς δείκτες των ανεπτυγμένων χωρών από τις αρχές του έτους, λόγω της χαμηλότερης απόδοσης των κλάδων των Μη Κυκλικών Προϊόντων (βάρους 19% στον δείκτη) και των Πρώτων Υλών (βάρους 11% στον δείκτη). Σε όρους αποτιμήσεων (P/E, P/B, D/Y) εξακολουθεί να εμφανίζεται ως «φθηνή» αγορά, με τις πιθανότητες ύφεσης για την οικονομία του Η.Β. να έχουν μειωθεί στο 65% από το 82,5% (βάσει του Bloomberg), καθώς, όπως και η ΕΖ, ορισμένοι μακροοικονομικοί δείκτες εξέπληξαν θετικά τους τελευταίους μήνες (ΑΕΠ Δ' τριμήνου, PMIs, Retail Sales). Η οικονομία, όμως, παραμένει σε τροχιά επιβράδυνσης, με τις εκτιμήσεις του ΔΝΤ για την ανάπτυξη να βρίσκονται στο -0,3% για φέτος.
- **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία.** Η κερδοφορία στη μετοχική αγορά στην Ιαπωνία αναμένεται να αυξηθεί, με ποσοστό μεγαλύτερο από το σύνολο των ανεπτυγμένων χωρών, παραμένοντας «φθηνή», τόσο σε σχέση με τον ιστορικό μέσο όσο και με τον δείκτη S&P500. Παρά τις χαμηλές πιθανότητες για ύφεση (30%) της ιαπωνικής οικονομίας, τα ρίσκα για την αγορά της είναι προς τα κάτω. Αυτό είναι αποτέλεσμα του γεγονότος ότι ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός (3,5%), η ΒοJ διατηρεί χαλαρή τη νομισματική πολιτική της και το ενδεχόμενο ύφεσης στον υπόλοιπο κόσμο παραμένει υψηλό (άνω του 50%), πράγμα που ενδέχεται να επηρεάσει αρνητικά τις ιαπωνικές εταιρείες, λόγω του εξαγωγικού χαρακτήρα τους. Τα παραπάνω, όμως, φαίνεται ότι δεν έχουν ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις του EPS.
- **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές,** κυρίως λόγω της προτίμησης στην Κίνα. Οι εκτιμήσεις για την αύξηση του ΑΕΠ των οικονομιών των Αναδυόμενων Αγορών παραμένουν σε ανοδική τροχιά. Συγκεκριμένα, η συσχέτιση της διαφοράς των ετήσιων ρυθμών ανάπτυξης μεταξύ Αναδυόμενων και ανεπτυγμένων 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), με τη σχετική διαφορά των δεικτών να είναι σε υψηλά επίπεδα. Από την άλλη, ο πληθωρισμός, στις περισσότερες Αναδυόμενες Αγορές, συνεχίζει την πτωτική του πορεία, με τους αναλυτές να περιμένουν ότι οι Κεντρικές Τράπεζες θα προχωρήσουν πιο γρήγορα σε μειώσεις των επιτοκίων τους (Χιλή, Περού, Βραζιλία). Από τις αρχές του έτους, η απόδοση του δείκτη των Αναδυόμενων Αγορών είναι αρνητική, περισσότερο λόγω της Κίνας, παρά την υποχώρηση του δολαρίου και των αμερικανικών αποδόσεων. Σε αυτό ίσως συνέβαλε και η τραπεζική κρίση που αύξησε τις πιθανότητες για μια ύφεση, αν και το τραπεζικό σύστημα στις αγορές αυτές δεν έχει επηρεαστεί ιδιαίτερα. Ωστόσο, η συνέχιση των αυξήσεων των επιτοκίων από την Fed σε συνδυασμό με την πιθανή ενίσχυση του δολαρίου μπορεί να προκαλέσει ενδεχομένως αναταράξεις στις αγορές αυ-



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



6 | MSCI CHINA & CHINA CREDIT IMPULSE %



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

τές, κάνοντας πιθανή μια αναβολή στις αυξήσεις των επιτοκίων των ΚΤ, με σκοπό τη μείωση της εσωτερικής κατανάλωσης, αλλά και των εκροών κεφαλαίων. Η συνολική τεχνική εικόνα των Αναδυόμενων Αγορών είναι 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 έναντι των ανεπτυγμένων αγορών (Πίνακας 3) , με τις εκτιμήσεις για την κερδοφορία των κινεζικών εταιρειών να είναι σε υψηλά επίπεδα για φέτος (+9,6%) και 2024 (+11,7%). Αν και η αγορά ξεκίνησε σε θετικό έδαφος το 2023, καταγράφοντας 17% απόδοση τον Ιανουάριο, οι γεωπολιτικές εντάσεις μεταξύ ΗΠΑ-Κίνας (Ταϊβάν, τεχνολογικοί περιορισμοί από ΗΠΑ), σε συνδυασμό με τις ανακοινώσεις της ΡβοC ότι θα περιορίσει σταδιακά τα προγράμματα ενίσχυσης που υιοθετήθηκαν, λόγω της πανδημίας, καθώς η οικονομία ανακάμπτει, έχουν πιέσει τις κινεζικές μετοχές, με τον δείκτη να βρίσκεται 15% χαμηλότερα από τα υψηλά του Ιανουαρίου. Από την άλλη, η ενίσχυση του δείκτη της πιστωτικής επέκτασης (νέα δάνεια/ΑΕΠ) τον Φεβρουάριο, η οποία βρέθηκε σε αρνητικό έδαφος τον Δεκέμβριο του 2022 και τον Ιανουάριο του 2023, θα μπορούσε να αποτελέσει στήριγμα για τη μετοχική αγορά της Κίνας (Διάγραμμα 6). Η συνολική τεχνική εικόνα της Κίνας παραμένει σχετικά θετική.



05 ΟΜΟΛΟΓΑ

Το Α' τρίμηνο του 2023, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων παγκοσμίως υποχώρησαν σημαντικά, αντανακλώντας τις ανησυχίες για μια πιθανή τραπεζική κρίση στις ΗΠΑ και την Ευρώπη. Οι ανησυχίες των επενδυτών μετριάστηκαν στον απόηχο της συντονισμένης δράσης για ενίσχυση της ρευστότητας της αγοράς από τις Κεντρικές Τράπεζες (Fed, ECB), σε συνδυασμό με τα πακέτα στήριξης για τις τράπεζες. Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ και την ουδέτερη άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα της ΕΖ, καθώς εκτιμούμε ότι τα ρίσκα σε αυτή τη συγκυρία είναι ισορροπημένα, αλλά παρακολουθούμε τα στοιχεία του πληθωρισμού στην ΕΖ και τη ρητορική της ΕΚΤ για σημεία που θα μας ωθήσουν να μεταβάλουν την άποψή μας σε ήπια θετική για τα κρατικά ομόλογα ΕΖ. 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 ΕΖ και στα ομόλογα των Αναδυομένων Αγορών, παραμένουμε ήπια αρνητικοί.

5.1 ΗΠΑ Κρατικά

- **Μετά από ένα από τα χειρότερα χρόνια στην ιστορία για τις ομολογιακές αγορές το 2022, οι τιμές των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ ενισχύθηκαν το Α' τρίμηνο του έτους.** Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων των ΗΠΑ κινήθηκαν έντονα πτωτικά, καθώς στο επίκεντρο βρέθηκαν οι ανησυχίες για τον τραπεζικό κλάδο στις ΗΠΑ, με την κατάρρευση της Silicon Valley Bank και ακολούθως της Signature Bank, ενώ είχε προηγηθεί και η κατάρρευση μια μικρής τράπεζας, της Silvergate Capital. Οι εξελίξεις αυτές οδήγησαν σε σημαντική πτωτική αναθεώρηση των εκτιμήσεων της αγοράς για τον ρυθμό αύξησης των επιτοκίων από την Fed, αλλά και για το τερματικό της επιτόκιο, με τους επενδυτές να ανησυχούν αρχικά για το ενδεχόμενο μετάδοσης της τραπεζικής κρίσης και μετέπειτα για ύφεση, λόγω των επιπτώσεων των υψηλών επιτοκίων και σε άλλους κλάδους της αμερικανικής οικονομίας.
- **Οι αποδόσεις των μακροπρόθεσμων ομολόγων στις ΗΠΑ υποχώρησαν σημαντικά,** με την απόδοση του αμερικανικού 10ετούς ομολόγου να διαμορφώνεται στο τέλος του Μαρτίου στο 3,47%, 41 μβ χαμηλότερα σε σχέση με το Δ' τρίμηνο, ενώ υποχώρησε και έως το 3,25% την πρώτη εβδομάδα του Απριλίου, χάνοντας προσωρινά τη βραχυπρόθεσμη βάση της (3,5%). Ακόμη μεγαλύτερη ήταν η αποκλιμάκωση για τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα, με την απόδοση του αμερικανικού 2ετούς κρατικού ομολόγου να σημειώνει πτώση 79 μβ στο 4,03% από 4,82% το προηγούμενο τρίμηνο. Η απόδοση του 2ετούς κρατικού ομολόγου, που είχε ανέλθει άνω του 5% στις αρχές Μαρτίου (πριν τη μίνι τραπεζική κρίση), υποχώρησε έως το 3,55% στις 24 Μαρτίου.
- **Η Fed προχώρησε σε δύο αυξήσεις επιτοκίων κατά τη διάρκεια του τριμήνου** (κατά 25 μβ αντίστοιχα), αλλά υιοθέτησε μια ηπιότερη στάση για το μέλλον. Το ενδιαφέρον των επενδυτών στράφηκε, παράλληλα, στον ισολογισμό της Fed, ο οποίος αυξήθηκε περίπου \$300 δισ., λόγω της ενί-

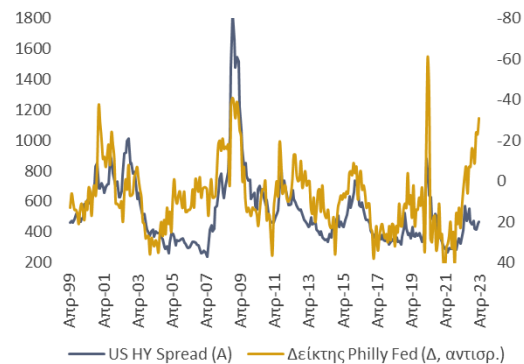
σχυσης του δανεισμού, τόσο έναντι του παραθύρου έκπτωσης όσο και του νέου Προγράμματος Χρηματοδότησης Τραπεζών (BTFFP) για τη στήριξη των τραπεζών. Οι χρηματοπιστωτικές αγορές φάνηκαν να ξεπερνούν σχετικά γρήγορα τον αντίκτυπο των προβλημάτων του τραπεζικού κλάδου των ΗΠΑ, καθώς δεν φάνηκε να υπάρχει συστημική ανισορροπία στο τραπεζικό σύστημα.

- **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 -62 μβ προς τα τέλη Απριλίου. Η διαφορά της απόδοσης μεταξύ 3μηνες - 10 έτη έχει υποχωρήσει σε νέο ιστορικό χαμηλό (στις -167 μβ), αλλά αυτό ενδεχομένως οφείλεται στις ανησυχίες για την ανάγκη αύξησης του ορίου δανεισμού της ομοσπονδιακής κυβέρνησης των ΗΠΑ (debt ceiling) που αποτυπώνονται πρωτίστως στις πολύ κοντινές αποδόσεις, αλλά και στα ασφάλιστρα κινδύνου (CDS). Παραμένει, όμως, το γεγονός, ότι ιστορικά οι αντεστραμμένες καμπύλες αποτελούν ένδειξη ότι η αγορά προεξοφλεί επερχόμενη ύφεση. Παράλληλα, οι ανησυχίες για τον βαθμό επιβράδυνσης της οικονομικής δραστηριότητας και η πιθανότητα ύφεσης συνεχίζουν να αποτυπώνονται και στη σχέση μεταξύ του χαλκού και του χρυσού (Διάγραμμα 1).

1 | Απόδοση 10ετίας & Λόγος Χαλκού/Χρυσού



2 | US HY Spread & Δείκτης Philly Fed



Πηγή: DataStream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Εκτιμούμε ότι τα ρίσκα για ύφεση στο Β' εξάμηνο παραμένουν αυξημένα και ότι τελικά η οικονομία των ΗΠΑ θα επιβραδυνθεί εντονότερα**, με αποτέλεσμα την ουσιαστικότερη διόρθωση των αμερικανικών αποδόσεων (κάτω του 3% για την απόδοση της αμερικανικής 10ετίας).
- **Όσον αφορά τον πληθωρισμό, αν και επιβραδύνεται, εκτιμούμε ότι η πορεία προς χαμηλότερα επίπεδα δεν θα είναι ομαλή**, κάτι που αυξάνει την πιθανότητα η Fed να μην προχωρήσει σε μείωση των επιτοκίων φέτος. Ωστόσο, οι αυστηρότερες συνθήκες δανειοδότησης των μικρομεσαίων επιχειρήσεων, αλλά και των ιδιωτών, ειδικά μετά τη μείωση στις καταθέσεις των αμερικανικών περιφερειακών τραπεζών και τη στροφή των επενδυτών σε αμοιβαία κεφάλαια διαχείρισης διαθέσιμων (money market funds), ενισχύει την άποψή μας ότι η Fed θα οδηγηθεί σε μείωση των επιτοκίων νωρίτερα από ό,τι αναμέναμε προηγουμένως, ωθώντας τις αποδόσεις χαμηλότερα.
- Για τους παραπάνω λόγους, **η άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα παραμένει ήπια θετική**, καθώς θεωρούμε ότι η σχέση πληθωρισμού/ανάπτυξης δεν αποτυπώνεται επαρκώς στις αποδόσεις των ομολόγων.



5.2 ΗΠΑ Εταιρικά

- **Το spread των ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης των ΗΠΑ (IG), το 2022 ξεπέρασε τις 140 μβ σε τέσσερις διαφορετικές περιπτώσεις**, τον Μάρτιο, μετά τη ρωσική εισβολή στην Ουκρανία, και πάλι τον Μάιο και Ιούλιο, και τέλος τον Οκτώβριο, λόγω των προβλημάτων που αντιμετώπισαν τα ασφαλιστικά ταμεία του Η.Β. που προκάλεσαν ακραία αστάθεια στα βρετανικά ομόλογα που επεκτάθηκε και σε άλλες αγορές. Το επίπεδο αυτό, όμως, αποδείχθηκε ισχυρό επίπεδο στήριξης και το spread υποχώρησε, σε όλες τις περιπτώσεις, σχετικά γρήγορα κάτω από αυτό. Στα μέσα του Μαρτίου το spread ανήλθε στις 163 μβ, με τις ανησυχίες για μια νέα αμερικανική τραπεζική κρίση, ωστόσο να εξασθενούν γρήγορα. Έναν μήνα αργότερα το spread έχει υποχωρήσει στις 132 μβ, κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του (153 μβ) και σημαντικά χαμηλότερα από τα επίπεδα που ανήλθε σε περιόδους ύφεσης, όταν διευρύνθηκε κατά μέσο όρο στις 248 μβ. Η μικρή άνοδος του spread το Α' τρίμηνο σε σχέση με το Δ' τρίμηνο οφείλεται σε μεγάλο βαθμό στη διεύρυνση του spread των εταιρειών του χρηματοοικονομικού κλάδου, που αν και έχει υποχωρήσει δεν έχει επανέλθει στα επίπεδα που ήταν προ της κατάρρευσης των τριών τραπεζών στις ΗΠΑ. Στο ίδιο διάστημα, η απόδοση των IG υποχώρησε από 5,42% σε 5,17%.
- **Μια εκτίμηση με βάση το στατιστικό μας υπόδειγμα**, το οποίο περιλαμβάνει μεταβλητές για την προοπτική της οικονομικής δραστηριότητας, για τις χρεωκοπίες μικρών εταιρειών, για την αυστηρότητα των συνθηκών δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις και για τη ρευστότητα, **υποδηλώνει ότι το spread θα ήταν εύλογο να διαμορφώνεται υψηλότερα από την πραγματική τιμή**, στις 213 μβ, δίνοντας ένδειξη ότι το spread των IG ομολόγων θα μπορούσε να διευρυνθεί το επόμενο διάστημα. Σε ξεχωριστό στατιστικό υπόδειγμα, με βάση τη μεταβλητότητα των μετοχικών αγορών (VIX) στα μέσα Απριλίου, η εκτίμηση για το spread είναι πολύ κοντά στην τρέχουσα, στις 128 μβ. Ωστόσο, η μεταβλητότητα διαμορφώνεται σε «αφύσικα» χαμηλά επίπεδα, δεδομένης της αύξησης των επιτοκίων, της σύσφιξης των οικονομικών συνθηκών, τον κίνδυνο ύφεσης και των αυξημένων γεωπολιτικών εντάσεων. Το spread θα μπορούσε να διατηρηθεί σε αυτά τα επίπεδα το επόμενο τρίμηνο, αν δεν υπάρξουν νέες αρνητικές εκπλήξεις, καθώς τα συνολικά θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών παραμένουν υγιή, οι ανάγκες χρηματοδότησης τους σχετικά χαμηλές, ενώ, παράλληλα, το επενδυτικό ενδιαφέρον από εγχώριους και ξένους επενδυτές παραμένει αυξημένο. **Διατηρούμε την άποψή μας για τα IG ομόλογα ΗΠΑ ουδέτερη**, καθώς πιστεύουμε ότι παραμένουν οι αντισταθμιστικοί παράγοντες που περιγράψαμε το προηγούμενο τρίμηνο, οι οποίοι τουλάχιστον υποστηρίζουν μια συνολική ουδέτερη στάση για τη συγκεκριμένη κατηγορία επένδυσης. Εκτιμούμε ότι μια **ενδεχόμενη διεύρυνση των spread θα αντισταθμιστεί από την υποχώρηση των αποδόσεων των αμερικανικών κρατικών ομολόγων που αναμένουμε**.
- **Το spread των εταιρικών ομολόγων μη επενδυτικής διαβάθμισης (HY) στις ΗΠΑ, υποχώρησε το Α' τρίμηνο, εν αντιθέσει με το spread των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης (IG)**, με τις αποδόσεις των HY να υποχωρούν στο 8,50% από 9,00% το προηγούμενο τρίμηνο. Το spread των ομολόγων μη επενδυτικής διαβάθμισης (HY) υποχώρησε 14 μβ στις 455 μβ, για να αποκλιμακωθεί περαιτέρω τον Απρίλιο στις 448 μβ, ακολουθώντας την πορεία των μετοχικών δεικτών και την αυξημένη επιθυμία για ανάληψη ρίσκου από τους επενδυτές, καθώς οι αγορές προεξοφλούν χαμηλότερα τερματικά επιτόκια από την Fed (Fed pivot). Το στατιστικό υπόδειγμα με πολλαπλές μεταβλητές δείχνει μια εκτίμηση υψηλότερη από την πραγματική στις 685 μβ, ενώ το στατιστικό υπόδειγμα με βάση τον VIX, αναδεικνύει μία εκτίμηση, στις 466 μβ, ελαφρώς υψηλότερη από την τρέχουσα. Οι πιθανότητες, ωστόσο, για επιδείνωση των θεμελιωδών μεγεθών των εταιρειών με χαμηλότερη

πιστοληπτική διαβάθμιση, είναι αυξημένες. Η πιθανότητα διεύρυνσης του spread αποτυπώνεται και στη σχέση του με τον αντεστραμμένο δείκτη μεταποίησης της Philly Fed (Διάγραμμα 2). Αξίζει να σημειωθεί ότι μέχρι τις 24 Απριλίου, φέτος, έχουν ανακοινωθεί 68 μεγάλες χρεοκοπίες στις ΗΠΑ, οι περισσότερες από το 2009 για το ίδιο διάστημα. Δεδομένου ότι το spread παραμένει σημαντικά κάτω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο του (530 μβ) και το επίπεδο που συνήθως διευρύνεται κατά μέσο όρο σε περιόδους ύφεσης (στις 838 μβ), **διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας στα ΗΥ εταιρικά ομόλογα ΗΠΑ.**

5.3 Ευρωζώνη | Κρατικά

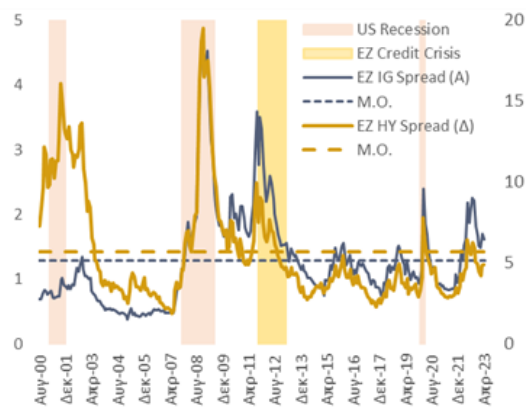
- **Οι πιθανότητες για ύφεση στην ΕΖ, το επόμενο έτος, μειώθηκαν από το 80%, που ήταν στο τέλος του 2022, στο 49%, στα τέλη του Μαρτίου,** με αρκετούς οικονομικούς δείκτες να εκπλήσσουν θετικά το Α' τρίμηνο, απομακρύνοντας χρονικά το ενδεχόμενο σημαντικής συρρίκνωσης του ΑΕΠ της ΕΖ. (Το πραγματικό ΑΕΠ εμφάνισε, κατά το Α' τρίμηνο, οριακή άνοδο (+0,1%) σε τριμηνιαία βάση). Οι πιθανότητες για ύφεση στην ΕΖ το επόμενο έτος υποχώρησαν περαιτέρω τον Απρίλιο στο 45% και είναι πλέον σημαντικά χαμηλότερες από αυτές των ΗΠΑ (65%). **Η επανεκκίνηση της κινεζικής οικονομίας, η υποχώρηση των τιμών της ενέργειας και οι πρώτες ενδείξεις χαλάρωσης των πληθωριστικών πιέσεων είχαν θετικό αντίκτυπο στα οικονομικά μεγέθη της ΕΖ.** Το επόμενο διάστημα, ωστόσο, η εντεινόμενη απόκλιση μεταξύ των τομέων των υπηρεσιών και της μεταποίησης που καταδεικνύουν οι πρόδρομοι δείκτες του Απριλίου, με τον δεύτερο να υποχωρεί σε επίπεδο που υποδηλώνει υποχώρηση της δραστηριότητας, ενδεχομένως να αποκτήσει μεγαλύτερη βαρύτητα. Επίσης, η σταδιακή επιδείνωση των συνθηκών χρηματοδότησης αναμένεται να επηρεάσει αρνητικά τη επιχειρηματική, αλλά και την καταναλωτική δραστηριότητα. Επιπλέον, η επερχόμενη ύφεση της αμερικανικής οικονομίας αναμένεται να έχει αρνητική επίδραση στην αύξηση του ΑΕΠ της ΕΖ, καθώς ιστορικά υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ του ρυθμού ανάπτυξης των δυο οικονομιών (Διάγραμμα 3).

3 | Ρυθμός ανάπτυξης ΗΠΑ & Ευρωζώνης



Πηγή: DataStream, Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4 | ΕΖ IG & HY Spread



- **Παράλληλα, οι πληθωριστικές πιέσεις στη ΕΖ διατηρούνται ισχυρές.** Τον Απρίλιο, ο γενικός πληθωρισμός ενισχύθηκε οριακά στο 7,0%, ενώ οριακά υποχώρησε ο δομικός στο 5,6%. Θεωρούμε το θετικό σενάριο μιας γρήγορης αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού ως σχετικά μικρής πιθανότητας.



- Μέχρι τα μέσα Μαρτίου οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της ΕΖ σημείωναν άνοδο, καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία εξέπλητταν θετικά, και ο πληθωρισμός, αν και μειούμενος, παρέμενε σε υψηλά επίπεδα. Ωστόσο, οι προσδοκίες της αγοράς για μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική από την ΕΚΤ υποχώρησαν σε μεγάλο βαθμό προς το τέλος του τριμήνου, εν μέσω αυξανόμενων ανησυχιών για τον τραπεζικό κλάδο που προκλήθηκαν από τις δυσκολίες που αντιμετώπισαν ορισμένες περιφερειακές τράπεζες στις ΗΠΑ, αλλά και η Credit Suisse στην Ευρώπη, και ώθησαν προς το τέλος του Α' τριμήνου τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων σημαντικά χαμηλότερα.
- **Παρότι η ΕΚΤ αύξησε τα βασικά της επιτόκια κατά 100 μβ στη διάρκεια του Α' τριμήνου για να αντιμετωπίσει τα υψηλά επίπεδα τιμών στην ΕΖ, η απόδοση του 10ετούς γερμανικού ομολόγου κινήθηκε πτωτικά, από το 2,65% στο 2,29% (-36 μβ). Η απόδοση του 2ετούς γερμανικού ομολόγου σημείωσε ακόμη μεγαλύτερη υποχώρηση (-46 μβ στο 2,67%), ενώ και οι αντίστοιχες αποδόσεις στην περιφέρεια επίσης σημείωσαν σημαντική πτώση.**
- Αναμένουμε από την ΕΚΤ να επιμείνει στην περιοριστική νομισματική της πολιτική, για να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις, οι οποίες θα συνεχίσουν να ασκούν ανοδικές πιέσεις στις βραχυπρόθεσμες αποδόσεις και μπορεί να οδηγήσουν σε περαιτέρω ισοπέδωση της καμπύλης αποδόσεων (flattening) της Γερμανίας, αντανακλώντας τη σύσφιξη της ρευστότητας.
- **Διατηρούμε την άποψή μας για τα γερμανικά κρατικά ομόλογα ουδέτερη, καθώς εκτιμούμε ότι τα ρίσκα σε αυτή τη συγκυρία είναι ισορροπημένα, με τις δυνάμεις μεταξύ της χαμηλότερης ανάπτυξης και του επίμονα υψηλού πληθωρισμού να είναι αντίρροπες. Παρακολουθούμε τα στοιχεία του πληθωρισμού στην ΕΖ και τη ρητορική της ΕΚΤ, για σημεία μεταβολής της άποψής μας, σε ήπια θετική για τα κρατικά ομόλογα ΕΖ.**

5.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά

- **Το Α' τρίμηνο του έτους, η απόδοση των εταιρικών ομολόγων IG της ΕΖ σημείωσε πτώση 10 μβ στο 4,22% και υποχώρησε ακόμη χαμηλότερα στα τέλη Απριλίου (4,10%),** ακολουθώντας την τάση που επικράτησε στην αγορά των κρατικών ομολόγων της ΕΖ. Το spread των IG ομολόγων της ΕΖ διαμορφώθηκε στις 170 μβ στο τέλος του Α' τριμήνου και υποχώρησε περαιτέρω τον Απρίλιο, στις 162 μβ, κοντά στα επίπεδα που βρισκόταν στην αρχή του έτους, παρουσιάζοντας, ωστόσο, έντονη μεταβλητότητα (στα μέσα Μαρτίου ανήλθε έως τις 200 μβ).
- **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 2022,** λόγω της υποχώρησης της μεταβλητότητας της μετοχικής αγοράς, όπως αποτυπώνεται στον δείκτη VIX (από 21,67 στα τέλη Δεκεμβρίου σε 15,78 στα τέλη Απριλίου). Ιστορικά παρατηρείται θετική συσχέτιση μεταξύ των δύο. Αρνητικά επίδρασε η μείωση της προσφοράς χρήματος (M2) (αρνητική συσχέτιση με το spread). Οι λοιπές μεταβλητές του υποδείγματος (η απόδοση του 2ετούς γερμανικού ομολόγου, η διαφορά των αποδόσεων 10ετίας-2ετίας και ο δείκτης οικονομικού κλίματος) 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 (να θυμίσουμε ότι στα μέσα Μαρτίου είχε ανέλθει έως τις 26,5 μονάδες) και ότι το spread συνήθως διευρύνεται κατά μέσο όρο στις 182 μβ σε περιόδους ύφεσης, εκτιμούμε ότι θα διευρυνθεί από τα τρέχοντα επίπεδα (Διάγραμμα 4), ειδικά στην περίπτωση μιας πιθανής υπερβολής από



την πλευρά της ΕΚΤ στη σύσφιγξη της περιοριστικής της πολιτικής. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα IG εταιρικά ομόλογα της ΕΖ.**

- **To spread των HY της ΕΖ** σημείωσε πτώση στο Α΄ τρίμηνο από 493 μβ σε 481 μβ, για να υποχωρήσει στις 467 μβ τον Απρίλιο. 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 και η μικρή ενίσχυση του οικονομικού κλίματος δεν είχαν ουσιαστική επίδραση στην μεταβολή της εκτίμησης του spread σε σχέση με την αρχή του τριμήνου. Ωστόσο, η καθοδική μεταβολή της εκτίμησης ήταν ιδιαίτερα μεγάλη στην περίπτωση των HY, καθώς επηρεάζονται περισσότερο από τα IG, από την υποχώρηση της μεταβλητότητας των μετοχικών αγορών η οποία εκτιμούμε ότι είναι ασυνήθιστα χαμηλή, δεδομένης της αύξησης των επιτοκίων, της σύσφιγξης των οικονομικών συνθηκών, των μακροοικονομικών κινδύνων και των αυξημένων γεωπολιτικών εντάσεων. Η προοπτική για περαιτέρω σύσφιγξη της ρευστότητας από την ΕΚΤ και η επιβράδυνση της οικονομίας της ΕΖ αυξάνουν τις πιθανότητες για νέα ανοδική πίεση στα HY spreads της ΕΖ, όπως και το γεγονός ότι σε περιόδους ύφεσης το spread διαμορφώνεται σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα (κατά μέσο όρο κοντά στις 1.000 μβ). **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη για τα HY εταιρικά ομόλογα της ΕΖ.**

5.5 Αναδυόμενες Αγορές

- **To ενδιαφέρον των επενδυτών για τα ομόλογα των Αναδυομένων Αγορών ήταν αυξημένο στις αρχές του Α΄ τριμήνου.** Αυτή η τάση αντιστράφηκε τον Φεβρουάριο, λόγω των ισχυρότερων μακροοικονομικών στοιχείων στις ανεπτυγμένες οικονομίες που ενίσχυσαν τις προσδοκίες για υψηλότερα τερματικά επιτόκια. Ωστόσο, με τις προσδοκίες να υποχωρούν μετά τις αναταράξεις στον τραπεζικό κλάδο, το ενδιαφέρον των επενδυτών επέστρεψε, με την απόδοση των ομολόγων Αναδυομένων Αγορών τελικά να υποχωρεί σε 7,36% από 7,52% που ήταν στο τέλος του 2022.
- **To spread των ομολόγων των Αναδυομένων Αγορών** διαμορφώθηκε στις 358 μβ τον Μάρτιο από 339 μβ στο τέλος του Δεκεμβρίου. 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 χαμηλότερα σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (στις 462 μβ από 495 μβ), αλλά παραμένει υψηλότερη από την πραγματική.
- **Η πορεία των spreads αναμένεται να εξαρτηθεί, κυρίως από την πορεία της αμερικανικής οικονομίας** (το spread διευρύνεται στις 619 μβ κατά μέσο όρο σε περιόδους ύφεσης στις ΗΠΑ), τις αποφάσεις της Fed, καθώς πλησιάζει το τέλος της σύσφιγξης 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 Αναδυομένων 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 Αναδυομένων Αγορών.



06

ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Οι προοπτικές για το δολάριο παραμένουν αρνητικές, καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία των ΗΠΑ στην πλειοψηφία τους «δείχνουν» ύφεση και την αγορά να περιμένει αλλαγή ρητορικής από την Fed. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας βραχυπρόθεσμα και την ήπια αρνητική άποψη μας σε ετήσιο ορίζοντα.

Η άποψή μας για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου έχει αλλάξει σε ήπια αρνητική από ουδέτερη βραχυπρόθεσμα, καθώς η καθυστέρηση της επανεκκίνησης της αγοράς της Κίνας, η επιδείνωση ορισμένων μακροοικονομικών στοιχείων, αλλά και ο επίμονος υψηλός πληθωρισμός θα πιέσουν την ισοτιμία. Σε ετήσιο ορίζοντα, η άποψή μας έχει μεταβληθεί σε ουδέτερη από θετική, λόγω των προαναφερθέντων και του γεγονότος ότι, στην περίπτωση που οι ΗΠΑ εισέλθουν σε ύφεση, τότε θα ακολουθήσει και η EZ. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ισοτιμία δολάριο/γεν, δεδομένης της πιθανής αλλαγής ρητορικής της Fed και της απομάκρυνσης από τον έλεγχο των αποδόσεων της BoJ. Αλλάζουμε τη θετική άποψή μας σε ουδέτερη βραχυπρόθεσμα για την ισοτιμία ευρώ/στερλίνα, λόγω της υποχώρησης του spread των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων Γερμανίας - Η.Β. και της αύξησης των στοιχημάτων για τη στερλίνα. Μακροπρόθεσμα παραμένουμε ουδέτεροι, ενώ η οικονομία του Η.Β. ενδέχεται να εισέλθει νωρίτερα σε ύφεση από την EZ, η οικονομία της EZ θα βρεθεί σε αυτή την κατάσταση στο τέλος του Β' εξαμήνου του 2023.

6.1 Δολάριο ΗΠΑ

- Το δολάριο ξεκίνησε το 2023 με αρνητικό πρόσημο, καθώς το Α' τρίμηνο του 2023 έκλεισε με απόδοση -1%, ενώ από τις αρχές του έτους έχει υποχωρήσει -1,6%. Ο βασικός παράγοντας που έχουν κρατήσει το δολάριο χαμηλά είναι η πεποίθηση της αγοράς ότι η Fed θα προχωρήσει σε μείωση επιτοκίων στο τέλος του έτους, όπως φαίνεται και από την ομολογιακή αγορά, επηρεάζοντας αρνητικά τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων. Συγκεκριμένα, η απόδοση του 10ετούς κρατικού ομολόγου των ΗΠΑ από τις 405 μβ που ήταν στις αρχές του Μαρτίου υποχώρησε 64 μβ με το δολάριο να υποχωρεί 3%. Η τραπεζική κρίση του Μαρτίου, όπως έχουμε αναφέρει σε προηγούμενες ενότητες, αύξησε τις ανησυχίες για ύφεση, καθώς και την πεποίθηση ότι η αμερικανική οικονομία, ίσως, δεν «αντέχει» τα υψηλά επιτόκια, μειώνοντας τις πιθανότητες για μια ήπια επιβράδυνση. Χαρακτηριστικό του παραπάνω είναι η μείωση των καθαρών κερδοσκοπικών θέσεων κατά 11% τον Μάρτιο. Το δολάριο εξακολουθεί και εμφανίζεται «ακριβό», καθώς, συσχετίζοντας θεμελιώδη μακροοικονομικά στοιχεία (ομοσπονδιακό έλλειμμα, ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, παραγωγικότητα και spread αποδόσεων ΗΠΑ-Κόσμος), η εκτίμηση για το δολάριο βρίσκεται έως 12%, κάτω από τα σημερινά επίπεδα, για το τέλος του έτους.

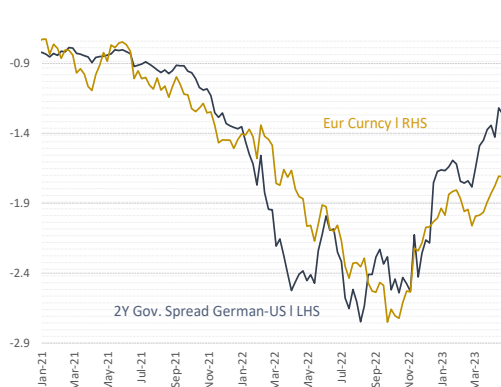


- Η συνολική τεχνική εικόνα του δολαρίου έχει μεταβληθεί από ουδέτερη σε αρνητική. Βραχυπρόθεσμα, η άποψή μας παραμένει ουδέτερη, γιατί η συνέχιση του «tightening» από την Fed θα κρατήσει το δολάριο στα σημερινά επίπεδα. Σε ετήσιο ορίζοντα, η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική, γιατί το ενδεχόμενο της ύφεσης στις ΗΠΑ, σε συνδυασμό με την πιθανή αλλαγή ρητορικής από την Fed, θα πιέσουν το αμερικανικό νόμισμα.

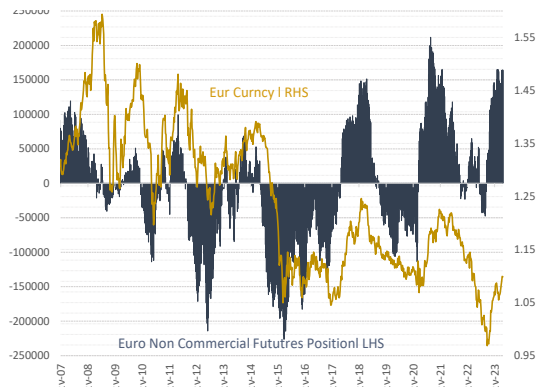
6.2 EURUSD

- Η ισοτιμία EURUSD ξεκίνησε σε θετική βάση το 2023 (σε συνέχεια του Δ' τριμήνου του 2022), με το Α' τρίμηνο του 2023 να κλείνει με άνοδο 1,25%, καταγράφοντας συνολική απόδοση 2,5% από τις αρχές του έτους. Η συνέχιση της αποκλιμάκωσης της τιμής του φυσικού αερίου, η «hawkish» στάση της ΕΚΤ, η επανεκκίνηση της οικονομίας της Κίνας, αλλά και η καλύτερη κατάσταση της οικονομίας της ΕΖ από αυτήν που περίμεναν οι αναλυτές το προηγούμενο έτος οδήγησαν την ισοτιμία σε επίπεδα άνω του 1,10. Αν και η τραπεζική κρίση του Μαρτίου ενίσχυσε το δολάριο, ως ασφαλές καταφύγιο, ο μετριασμός της κρίσης επανέφερε το ευρώ σε ανοδική τροχιά. Δεδομένου ότι η αγορά περιμένει την ΕΚΤ να προχωρήσει σε περισσότερες αυξήσεις από την Fed, η διαφορά των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων μεταξύ Γερμανίας - ΗΠΑ έχει αυξηθεί, στηρίζοντας την κίνηση του ευρώ έναντι του δολαρίου. Συγκεκριμένα, από τις αρχές του έτους, η διαφορά των αποδόσεων των 2ετών κρατικών ομολόγων μεταξύ των δυο οικονομιών έχει ενισχυθεί κατά 40 μβ. Αντίθετα, η κίνηση της ισοτιμίας ήταν πιο ήπια, όπως φαίνεται στο Διάγραμμα 1, που σημαίνει ότι θα μπορούσε να κινηθεί κοντά στην περιοχή του 1,12. Η θετική εικόνα για την ισοτιμία παρατηρείται και στην αγορά των παραγώγων, με τις καθαρές κερδοσκοπικές θέσεις σε ευρώ να ενισχύονται (παραμένοντας με θετικό πρόσημο-long) και να βρίσκονται σε υψηλά 12μήνου (Διάγραμμα 2). Ενισχυμένα είναι και τα στοιχήματα των επενδυτών για την ισοτιμία (risk reversals), παρά το ότι στο σύνολο εξακολουθούν και είναι υπέρ του δολαρίου. Επιπρόσθετα, συσχετίζοντας μεταβλητές της αγοράς, η εκτίμηση για την ισοτιμία βρίσκεται έως 5% υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα.

1 | EURUSD & 2ετές spread Γερμανίας - ΗΠΑ



2 | EURUSD & Καθαρές Κερδοσκοπ. Θέσεις σε €



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



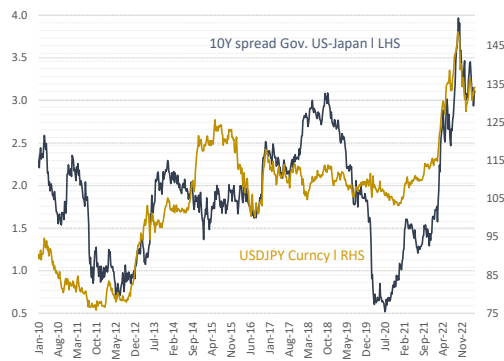
- **Η συνολική τεχνική εικόνα έχει μεταβληθεί σε θετική από ουδέτερη.** Η άποψή μας έχει αλλάξει σε ήπια αρνητική από ουδέτερη σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, καθώς, δεδομένης της καθυστέρησης της επανεκκίνησης της αγοράς της Κίνας, η επιδείνωση ορισμένων μακροοικονομικών στοιχείων (βιομηχανική παραγωγή στη Γερμανία), αλλά και ο επίμονος υψηλός πληθωρισμός στις ΗΠΑ ίσως ασκήσουν πιέσεις στην ισοτιμία. Σε ετήσια βάση, η άποψή μας έχει μεταβληθεί σε ουδέτερη από θετική, γιατί με βάση τα παραπάνω και σε περίπτωση που η οικονομία των ΗΠΑ εισέλθει σε ύφεση, τότε θα ακολουθήσει και η οικονομία της ΕΖ. **Το αναμενόμενο τριμηνιαίο και ετήσιο εύρος αυξάνονται σε 1,0740 - 1,1090 (προηγ. 1,0538 - 1,0880) και 1,0440 - 1,1274 (προηγ. 1,0367 - 1,1174) με αύξηση στόχου στο 1,1100 (προηγ. 1,1000).**

6.3 USDJPY

- **Αν και το Δ' τρίμηνο του 2022 ήταν αρνητικό για την ισοτιμία USDJPY,** το Α' τρίμηνο του 2023 έκλεισε με άνοδο +1,3%, με τη συνολική απόδοση να βρίσκεται +1,7% από τις αρχές του έτους. Ο βασικός λόγος της ενίσχυσης της ισοτιμίας είναι η συνέχιση της διαφοράς στη νομισματική προσέγγιση των ΚΤ μεταξύ ΗΠΑ - Ιαπωνίας. Αν και η απόφαση για αύξηση των επιτρεπόμενων ορίων διακύμανσης στις αποδόσεις των 10ετών κρατικών ομολόγων και η αλλαγή του επικεφαλής της ΒοJ πυροδότησε σκέψεις στην αγορά για παύση της χαλαρής νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας, ενισχύοντας το γεν στο τέλος του προηγούμενου έτους, ωστόσο η μη υλοποίηση του τελευταίου αντέστρεψε το θετικό κλίμα για το ιαπωνικό νόμισμα. Παρόλα αυτά, η υποχώρηση των αμερικανικών αποδόσεων, από τις αρχές τους έτους, και συγκεκριμένα η μείωση του spread των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων (κατά 50 μβ) έχει στηρίξει το γεν έναντι του δολαρίου, φτάνοντας και στο χαμηλό επίπεδο των 127 (Διάγραμμα 3). Αν και η τραπεζική κρίση ενίσχυσε το γεν ως ασφαλές καταφύγιο, καθώς αυξήθηκαν οι ανησυχίες για παγκόσμια ύφεση, η υποχώρηση των παραπάνω ανησυχιών, αλλά και η συνέχιση της ρητορικής της ΒοJ κρατούν την ισοτιμία πάνω από το 130. Επιπλέον, αρνητικό για το ιαπωνικό νόμισμα είναι και η αύξηση των καθαρών κερδοσκοπικών θέσεων σε γεν στα -60.187 συμβόλαια (short) από -21.886 συμβόλαια στις αρχές του έτους. Από την άλλη, το γεγονός ότι ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός και πάνω από το όριο της ΚΤ, αυξάνοντας το κόστος για τις επιχειρήσεις (μισθολογικό κόστος), ενισχύει και την πιθανότητα για αλλαγή της ρητορικής της ΚΤ. Στη περίπτωση αυτή, το γεν θα ενισχυθεί, ωστόσο το πρόβλημα του εμπορικού ελλείμματος θα ανακόψει κάπως την ανοδική πορεία του.
- **Η συνολική τεχνική εικόνα παραμένει σχετικά αρνητική για την ισοτιμία. Η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική σε ετήσιο ορίζοντα,** καθώς η πιθανότητα παύσης/μείωσης των επιτοκίων από την Fed στο τέλος του έτους και παράλληλα η πιθανή απομάκρυνση από την πολιτική ελέγχου των επιτοκίων από την ΒοJ (ορισμένοι αναλυτές το θεωρούν πιθανό στη συνεδρίαση της ΚΤ τον Ιούνιο) ίσως οδηγήσει χαμηλότερα τα spread των κρατικών αποδόσεων ΗΠΑ - Ιαπωνίας, επηρεάζοντας αρνητικά την ισοτιμία. Βραχυπρόθεσμα, το δολάριο ενδέχεται να παραμείνει στα παρόντα υψηλά επίπεδα έναντι του γεν, λόγω της συνέχισης των αυξήσεων του επιτοκίου από την Fed. **Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος μειώνεται σε 124,67-139,87 (προηγ. 128,33-141,75), με μείωση στόχου στο 128 (προηγ. 130).**

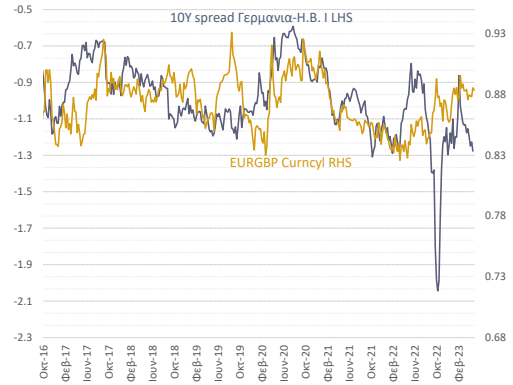


3 | USDJPY & 10ετές spread ΗΠΑ - Ιαπωνίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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



6.4 EURGBP

- **Σε οριακά επίπεδα κινείται η ισοτιμία EURGBP από τις αρχές του έτους (-0,1%), με το Α' τρίμηνο να κλείνει με οριακές απώλειες.** Η οικονομία του Η.Β., που απέφυγε την ύφεση το 2022, εμφανίζει καλύτερη εικόνα από αυτήν που περίμενε η αγορά, όπως και για την ΕΖ, ενισχύοντας οριακά τη στερλίνα έναντι του ευρώ. Ωστόσο, ο πληθωρισμός στο Η.Β. παραμένει υψηλός, όπως και στην ΕΖ, σε επίπεδα, όμως, υψηλότερα από τα αντίστοιχα των άλλων ανεπτυγμένων χωρών, με την αγορά να περιμένει ότι η ΒοΕ θα συνεχίσει τις αυξήσεις των επιτοκίων. Τα παραπάνω είχαν ως αποτέλεσμα την υποχώρηση του spread των αποδόσεων των 10ετών κρατικών ομολόγων, μεταξύ Γερμανίας - Η.Β., κατά 40 μβ από τα υψηλά του Φεβρουαρίου (Διάγραμμα 4). Όπως παρατηρούμε στο Διάγραμμα 4, η ισοτιμία δεν υποχώρησε στον ίδιο βαθμό με τις αποδόσεις, δεδομένης της θετικής συσχέτισής τους και αυτό ίσως οφείλεται στο ότι οι προοπτικές της βρετανικής οικονομίας είναι περισσότερο δυσόιωνες από αυτές της ΕΖ. Ενδεικτικό του τελευταίου είναι ότι, παρά την καλύτερη εικόνα του Α' τριμήνου του 2023, το ΔΝΤ εξακολουθεί να θεωρεί ότι η οικονομία του Η.Β. θα έχει τη χειρότερη επίδοση μεταξύ των ανεπτυγμένων οικονομιών. Από την άλλη, τα στοιχεία των επενδυτών (υπέρ του ευρώ έναντι της στερλίνας) συνεχίζουν να κινούνται πτωτικά, παραμένοντας, όμως, σε θετικό πρόσημο (υπέρ του ευρώ). 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 4,5% υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα, κυρίως λόγω της μείωσης των παραπάνω spread.
- **Η συνολική τεχνική εικόνα έχει μεταβληθεί σε σχετικά θετική από θετική.** Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, αλλάζουμε την άποψή μας σε ουδέτερη από θετική σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα. Σε ετήσια βάση παραμένουμε ουδέτεροι γιατί ενώ η οικονομία του Η.Β. ενδέχεται να εισέλθει νωρίτερα σε ύφεση από την ΕΖ, η οικονομία της ΕΖ θα βρεθεί σε αυτή την κατάσταση στο τέλος του Β' εξαμήνου του 2023, αποτελώντας τροχοπέδη στην περαιτέρω ενίσχυση του ευρώ έναντι της στερλίνας. **Το αναμενόμενο εύρος διατηρείται στο 0,8450-0,9150, με στόχο στο 0,8900.**



07

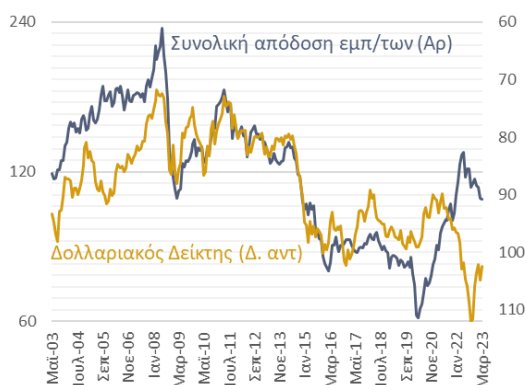
ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

Οι κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία, που σχετίζονται με τις υψηλές πληθωριστικές πιέσεις, έχουν μετριαστεί, ωστόσο η ανάκαμψη της παγκόσμιας οικονομίας παραμένει «εύθραυστη» και το ενδεχόμενο ύφεσης διατηρείται για το Β' εξάμηνο του τρέχοντος έτους, καθώς οι Κεντρικές Τράπεζες διατηρούν την αυστηρή νομισματική τους πολιτική.

Στο παραπάνω πλαίσιο, υποβαθμίζουμε τη θέση μας στα εμπορεύματα σε ήπια αρνητική, ενώ διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας στο πετρέλαιο και στον χρυσό.

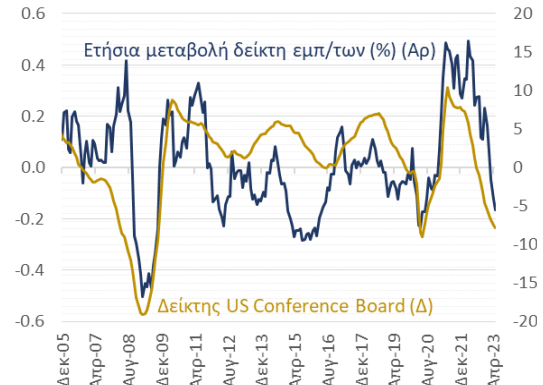
- Τα εμπορεύματα στο Α' τρίμηνο του 2023 κατέγραψαν απώλειες (-6,47%), καθώς η προοπτική της οικονομικής επιβράδυνσης κυριάρχησε στις αγορές. Η ανάκαμψη της κινεζικής οικονομίας, προερχόμενη από τον τομέα των υπηρεσιών δεν ευλόγησε ιδιαίτερα τα εμπορεύματα, με την αναταραχή στον παγκόσμιο χρηματοπιστωτικό τομέα να βρίσκεται στο επίκεντρο. Ο δείκτης πολυτίμων μετάλλων σημείωσε τα υψηλότερα κέρδη (+5,05%), με επίκεντρο τον χρυσό, ενώ αντίθετα ο δείκτης ενέργειας υποχώρησε 19,64%, όπως και τα βιομηχανικά μέταλλα -3,23%, ενώ λιγότερες απώλειες είχε ο δείκτης των αγροτικών προϊόντων (-1,15%).
- Ο τερματισμός της πολιτικής μηδενικής ανοχής για την πανδημία στην Κίνα είχε δημιουργήσει θετικές προσδοκίες για τη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας και του διεθνούς εμπορίου, ενισχύοντας τις τιμές των εμπορευμάτων. Όμως, η εξέλιξη κάποιων οικονομικών στοιχείων στην Κίνα εξακολουθεί να προβληματίζει, με τη ζήτηση για βιομηχανικά μέταλλα να παραμένει υποτονική, λόγω έλλειψης επενδύσεων, όπως και του περιορισμού της μεταποιητικής δραστηριότητας, ενώ οι κίνδυνοι παραμένουν στο επίκεντρο (Ταϊβάν, εμπορικό ζήτημα και τεχνολογικός ανταγωνισμός ΗΠΑ - Κίνας).

1 | Δολαριακός δείκτης & Δείκτης Εμπ/των



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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



- Αν και η παγκόσμια ανάπτυξη έδειξε σημάδια ήπιας επιβράδυνσης, (βλέπε ενδεικτικά πρόδρομο οικονομικό δείκτη των ΗΠΑ του Conference Board - Διάγραμμα 2), οι πρόσφατες δυσμενείς εξελίξεις



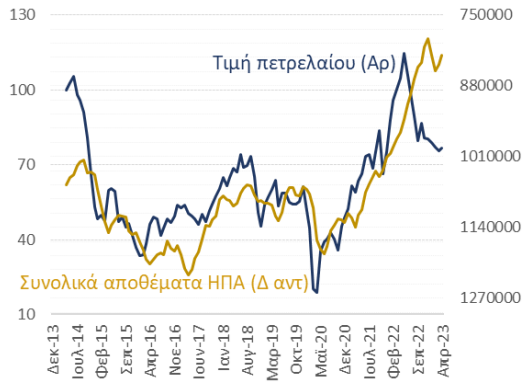
στον χρηματοπιστωτικό τομέα και οι πιθανές διεθνείς οικονομικές τους επιπτώσεις επιβάρυναν περαιτέρω το κλίμα, ενισχύοντας τους φόβους για μια παγκόσμια ύφεση, επηρεάζοντας περαιτέρω αρνητικά τις τιμές των εμπορευμάτων.

- Η σταδιακή αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων και η επιδείνωση των πιστωτικών συνθηκών, λόγω των εξελίξεων στον τραπεζικό κλάδο των ΗΠΑ, πιθανά να δικαιολογούν την **κορύφωση του ανοδικού επιτοκιακού κύκλου από την Fed** μέσα στο Α' εξάμηνο του 2023, υιοθετώντας αλλαγή στάσης (pivot) στο Β' εξάμηνο. Μια τέτοια κίνηση θα συνέβαλε, λόγω της μεταξύ τους ιστορικής συσχέτισης σε περαιτέρω **υποχώρηση της τιμής του δολαρίου προς όφελος της τιμής των εμπορευμάτων** (Διάγραμμα 1). Όμως, τυχόν επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος ή αναζωπύρωση των γεωπολιτικών εντάσεων, αναμένεται να έχει τα αντίθετα αποτελέσματα, ενισχύοντας το δολάριο.
- Συνοψίζοντας, οι υψηλές τιμές των εμπορευμάτων, όπως και η πιθανή ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας αναμένεται να περιορίσουν τη ζήτηση τους, θέτοντας σε πτωτική πίεση τις τιμές τους. Στον αντίποδα, η έλλειψη επενδύσεων και η αύξηση των γεωπολιτικών εντάσεων αναμένεται να διατηρήσουν τις τιμές των εμπορευμάτων σε σχετικά υψηλά επίπεδα. Εκτίμησή μας είναι ότι **οι τιμές των εμπορευμάτων πιθανά να συνεχίσουν να δέχονται πτωτικές πιέσεις**, με την παγκόσμια οικονομία να βρίσκεται σε **επισφαλή θέση και τους καθοδικούς κινδύνους** (υψηλός πληθωρισμός, χαμηλή ανάπτυξη, επιτοκιακές αυξήσεις) να υπερτερούν την τρέχουσα περίοδο.
- Η **τεχνική εικόνα των εμπορευμάτων** εμφανίζεται σχετικά αρνητική. Συνεπώς, **στα εμπορεύματα, υποβαθμίζουμε τη θέση μας σε ήπια αρνητική από ουδέτερη**.

7.1 Πετρέλαιο

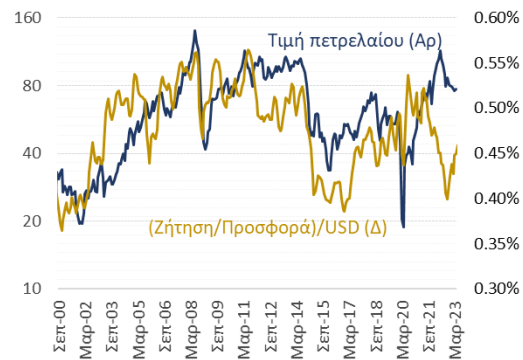
- **Σημαντικές απώλειες σημείωσαν οι διεθνείς πετρελαϊκές τιμές στη διάρκεια του Α' τριμήνου 2023 (WTI -5,72% & Brent -7,15%)**, καθώς ενισχύθηκαν οι φόβοι για πιθανή παγκόσμια ύφεση.
- Σε πρόσφατη έκθεσή του (Απρίλιος 2023), ο **ΟΠΕΚ+ διατήρησε αμετάβλητη την πρόβλεψή του για τον ρυθμό αύξησης της παγκόσμιας ζήτησης** στα 2,3 εκατ. βαρέλια/ημέρα, διατηρώντας τις θετικές προοπτικές για την κινεζική οικονομία, με τη συνολική ζήτηση να αναμένεται στα 101,89 εκατ. βαρέλια για το 2023.
- Όσον αφορά την προσφορά, **τα μέλη του ΟΠΕΚ+ προέβησαν σε αιφνιδιαστική περικοπή της παραγωγής πετρελαίου** περισσότερο από 1 εκατ. βαρέλια/ημέρα (Μάιο μέχρι τέλος 2023), εκπλήσσοντας την αγορά, προκαλώντας πρόσκαιρη άνοδο των τιμών και τροφοδοτώντας πιθανές πληθωριστικές πιέσεις. Ταυτόχρονα, διευρύνθηκε **το υφιστάμενο παραγωγικό κενό** (κοντά στα 3 εκατ. βαρέλια/ημέρα), ενισχύοντας τις προσδοκίες για αύξηση των τιμών (Διάγραμμα 1).
- **Αν και οι προοπτικές ήταν θετικές** για τις πετρελαϊκές τιμές, με τους αναλυτές να εκτιμούν ακόμη και τα \$100/ βαρέλι στο τέλος του 2023, οι σημαντικές εκροές δύο ETF's (\$55,7 εκατ. και \$158,5 εκατ.), που επενδύουν σε πετρέλαιο, αποτύπωσαν την **ανησυχία των επενδυτών για τη ζήτηση του αργού**. Μαζί με τις μειωμένες προοπτικές ζήτησης και τη συνέχιση της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής, που αντανακλά μειωμένο ρυθμό ανάπτυξης, οι αναλυτές προέβησαν σε πτωτική αναθεώρηση της τιμής στα **\$75/βαρέλι έως το τέλος του 2023**.

1 | Τιμή πετρελαίου & Αποθέματα ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2 | Τιμή & Ζήτηση/Προσφορά/USD



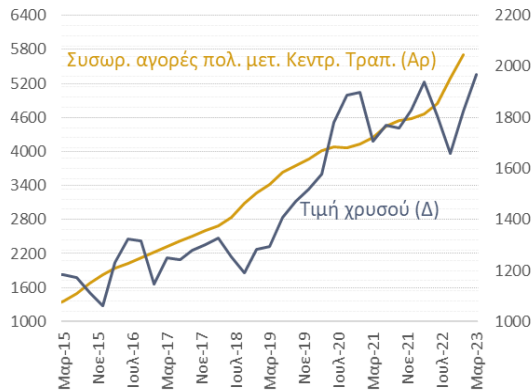
- Συσχετίζοντας την προσφορά, τη ζήτηση και το δολάριο, παρατηρούμε στο Διάγραμμα 2 ότι όλα συνηγορούν σε χαμηλή πετρελαϊκή τιμή και στο υπόδειγμά μας η «**δίκαιη τιμή**» του προσδιορίζεται σε **\$77**, με τη μακροχρόνια τάση της ζήτησης, την υποχώρηση του δολαρίου, την κλίση της καμπύλης 10/2 και τα μειωμένα αποθέματα να έχουν θετική συνεισφορά, ενώ αρνητική συνεισφορά είχαν τα πραγματικά 5ετή επιτόκια.
- Με βάση τα παραπάνω, εκτιμούμε ότι η **αναταραχή στη διεθνή πετρελαϊκή αγορά αναμένεται να συνεχιστεί στο τρέχον τρίμηνο**. Η πορεία της διεθνούς οικονομίας δείχνει να αποτελεί τον σημαντικότερο καθοδικό κίνδυνο για τις τιμές του πετρελαίου και να ανησυχεί τους επενδυτές, ταυτόχρονα με τον αρνητικό αντίκτυπο των επιτοκιακών αυξήσεων και των μειωμένων προοπτικών ζήτησης. Από την άλλη, το μέγεθος και ο χρόνος εφαρμογής των πετρελαϊκών περικοπών, που ευνοούν την τιμή του αργού, δεν φαίνεται να απασχολούν μέχρι στιγμής την αγορά.
- Η **τεχνική εικόνα του πετρελαίου** εμφανίζεται σχετικά αρνητική. Συνεπώς, **διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας**.

7.2 Χρυσός

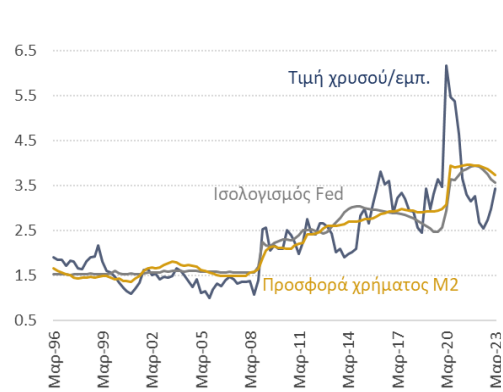
- Η τιμή του χρυσού, στο τέλος του Α' τριμήνου 2023, διαμορφώθηκε στα **\$1.969,28/ουγγιά**, σημειώνοντας άνοδο κατά **7,96%**, καθώς η υποχώρηση των αποδόσεων στα 10ετή και 2ετή ομόλογα των ΗΠΑ, όπως και η οικονομική αβεβαιότητα, λόγω της τραπεζικής κρίσης, επέδρασαν θετικά στην τιμή του.
- Σύμφωνα με στοιχεία του World Gold Council, οι αγορές χρυσού από τις Κεντρικές Τράπεζες έφτασαν σε επίπεδα ρεκόρ το Α' τρίμηνο του 2023 (σε 228 τόνους, 34% υψηλότερα από το αντίστοιχο υψηλό που σημειώθηκε το 2013), με τις αναδυόμενες οικονομίες να υπερτερούν, και στην ίδια έκθεση γίνεται αναφορά ότι οι αγορές χρυσού θα μπορούσαν να συνεχίσουν να ευνοούνται έναντι των πωλήσεων (Διάγραμμα 1). Παράλληλα, η κίνηση αυτή δικαιολογεί την υποχώρηση του δολαρίου στο τρέχον τρίμηνο.
- Παρά την ενισχυμένη ζήτηση για χρυσό, **αντίθετη εικόνα παρουσίασαν οι τοποθετήσεις σε χρυσό, μέσω ETF's** (-\$1,5 δισ.), προερχόμενες από την Αμερική και την Ευρώπη εξαιτίας των επιτοκιακών



1 | Τιμή χρυσού - Συσωρ. αγορές πολ. μετ. ΚΤ



2 | Σχέση τιμής χρ./εμπ. - M2 - Ισολογισμός Fed



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

αυξήσεων. Ωστόσο, η εικόνα αντιστράφηκε τον Μάρτιο, καθώς η τραπεζική κρίση ενίσχυσε τις εισροές, ενώ μια τυχόν επιδείνωσή της, σύμφωνα με την ίδια έκθεση, θα μπορούσε να τις ενισχύσει περαιτέρω.

- Παράλληλα, η ζήτηση για κοσμήματα ενισχύθηκε 11%μ σε ετήσια βάση στην Κίνα, εξαιτίας της άρσης των περιορισμών απέναντι στην πανδημία, ενώ, αντίθετα, η υψηλή τιμή του χρυσού περιορίσε την κατανάλωση κοσμημάτων στην Ινδία κατά 17% σε ετήσια βάση. Η προσφορά χρυσού, προερχόμενη από την ανακύκλωση και την εξόρυξη χρυσού, αυξήθηκε κατά 1% σε ετήσια βάση.
- Οι χαμηλότερες αποδόσεις στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ (10ετία: 3,46% από 3,87%, 2ετία: 4,02% από 4,42%) δείχνουν να έχουν ενσωματώσει την αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων, κάτι που ευνόησε την τιμή του χρυσού.
- Λαμβάνοντας υπόψη τη μείωση του μεγέθους του ισολογισμού της Fed ως ποσοστό του ΑΕΠ και της κυκλοφορίας χρήματος βάσει του ορισμού M2 που βαίνει μειούμενη, ο χρυσός δείχνει να είναι οριακά φθηνός σε σχέση με τα άλλα εμπορεύματα, με τον λόγο της τιμής του χρυσού προς τον δείκτη SPGSCI Index στο τέλος του Α' τριμήνου 2023 να διαμορφώνεται σε 3,430 από τον αντίστοιχο του Α' τριμήνου 2020 σε 6,171.
- Συνοψίζοντας, ο χρυσός δείχνει να βρίσκεται «παγιδευμένος» μεταξύ της αυξανόμενης ανησυχίας, για τυχόν επιδείνωση του τραπεζικού τομέα των ΗΠΑ, των δυσκολιών για την αύξηση του ανώτατου ορίου δανεισμού στις ΗΠΑ (μέχρι 1η Ιουνίου) επιδρώντας θετικά στην τιμή του και της αβεβαιότητας για τη μελλοντική στάση της Fed στο θέμα των επιτοκίων, περιορίζοντας την ανοδική του πορεία. Όμως, η κύρια ανησυχία της αγοράς δείχνει να είναι η πορεία της διεθνούς οικονομίας και αναμένεται να είναι αυτή που θα καθορίσει, σε μεγάλο βαθμό, την εξέλιξη της τιμής του πολύτιμου μετάλλου.
- Η τεχνική εικόνα του χρυσού εμφανίζεται σχετικά θετική. Συνεπώς, διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, λόγω του υψηλού επιπέδου αποτιμήσεων.



08

ΤΕΧΝΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ

8.1 Γενικό Σχόλιο

Βασιζόμενοι στον πίνακα «Τεχνική Εικόνα Βασικών Δεικτών», με **στοιχεία 28ης Απριλίου 2023**, παρατηρούμε τα εξής:

- Η συνολική τεχνική εικόνα των περισσότερων μετοχικών δεικτών που παρακολουθούμε παρουσίασε θετικές μεταβολές σε σχέση με τον Φεβρουάριο. Συγκεκριμένα, βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα του γερμανικού δείκτη DAX, του βρετανικού δείκτη FTSE 100, του γαλλικού δείκτη CAC, του ινδικού δείκτη MSCI EM INDIA και του ιαπωνικού δείκτη TOPIX. Αντιθέτως, επιδεινώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα του αμερικανικού δείκτη S&P600 SMALL CAP, του Γενικού Δείκτη του ΧΑ, και του δείκτη των Αναδυομένων Αγορών. Σε επίπεδο κλάδων του S&P500, βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα της Τεχνολογίας, της Κοινής Ωφελείας και των Ακινήτων και αντιστράφηκε σε σχετικά θετική η τεχνική εικόνα των Υπηρεσιών Επικοινωνίας. Αντιθέτως, επιδεινώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα των Πρώτων Υλών και των Χρηματοοικονομικών. Στα ομόλογα, βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα των κρατικών ομολόγων 10ετούς λήξης ΗΠΑ, των εταιρικών ομολόγων Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ, των εταιρικών ομολόγων Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ και των κρατικών ομολόγων Αναδυομένων Αγορών σε δολάριο. Επίσης, αντιστράφηκε σε σχετικά θετική η τεχνική εικόνα των ομολόγων 10ετούς λήξης της Γερμανίας. Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες επιδεινώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα του δείκτη του δολαρίου (DXY) και της ισοτιμίας EUR-GBP, ενώ βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα της ισοτιμίας EURUSD. Στα εμπορεύματα, βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα του δείκτη των εμπορευμάτων (BLOOMBERG COMMODITY TR) και των αγροτικών προϊόντων.
- Η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα των περισσότερων μετοχικών δεικτών που παρακολουθούμε σημείωσε θετικές μεταβολές σε σχέση με τον Ιανουάριο. Συγκεκριμένα, βελτιώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα του πανευρωπαϊκού δείκτη EURO STOXX, του γερμανικού δείκτη DAX, του βρετανικού δείκτη FTSE 100, του γαλλικού δείκτη CAC, του ιταλικού δείκτη FTSE MIB, του ινδικού δείκτη MSCI EM INDIA, του κινεζικού δείκτη MSCI CHINA και του ιαπωνικού δείκτη TOPIX. Αντιθέτως, επιδεινώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα του αμερικανικού δείκτη S&P600 SMALL CAP. Στους επιμέρους κλάδους του S&P500 βελτιώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα της Βιομηχανίας, της Τεχνολογίας και των Ακινήτων και αντιστράφηκε σε σχετικά θετική η τεχνική εικόνα των Υπηρεσιών Επικοινωνίας. Αντιθέτως, επιδεινώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα της Υγείας, της Ενέργειας, των Πρώτων Υλών και των Χρηματοοικονομικών. Στα ομόλογα, αντιστράφηκε σε θετική η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα των κρατικών ομολόγων 10ετούς λήξης της Γερμανίας. Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, επιδεινώθηκε η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα του δείκτη του δολαρίου (DXY) και της ισοτιμίας USDJPY. Στα εμπορεύματα, αντιστράφηκε σε θετική η μεσοπρόθεσμη τεχνική εικόνα των αγροτικών προϊόντων, ενώ επιδεινώθηκε οριακά η τεχνική εικόνα του δείκτη των εμπορευμάτων (BLOOMBERG COMMODITY TR).
- Σε σύγκριση με την εβδομάδα που έκλεισε στις 21 Απριλίου, επιδεινώθηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα του αμερικανικού δείκτη S&P600 SMALL CAP, του ιταλικού δείκτη FTSE MIB και του δείκτη των Αναδυομένων Αγορών MSCI EM. Αντιθέτως, βελτιώθηκε η τεχνική εικόνα για τον γερμανικό δείκτη DAX, τον γαλλικό δείκτη CAC και τον ιαπωνικό δείκτη TOPIX. Σε επίπεδο κλάδων του S&P500, βελτιώθηκε η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα της Βιομηχανίας και των Χρηματοοικονομι-



κών. Στα ομόλογα βελτιώθηκε η συνολική τεχνική εικόνα των κρατικών ομολόγων Αναδυομένων Αγορών σε δολάριο. Στις συναλλαγματικές ισοτιμίες, αντιστράφηκε σε σχετικά αρνητική η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα του EURGBP. Στα εμπορεύματα, αντιστράφηκε σε σχετικά αρνητική η βραχυπρόθεσμη τεχνική εικόνα του χρυσού και επιδεινώθηκε η τεχνική εικόνα του χαλκού.

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: 28 Απριλίου 2023

Δείκτης	Συνολική Αξιολόγηση*	Βραχυπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα Εβδομαδιαία Αξιολόγηση	Μεσοπρόθεσμη Τεχνική Εικόνα Μηνιαία Αξιολόγηση	Μεταβολή Συνολικής Αξιολόγησης
1 S&P 500 Index	2.3			0.0
2 S&P 500 INDUSTRIALS	2.4			0.4
3 S&P 500 HEALTH CARE	0.5			-0.3
4 S&P 500 ENERGY	0.9			-0.1
5 S&P 500 INFORM. TECH	1.5			0.5
6 S&P 500 CONS. DISCRET.	1.9			-0.4
7 S&P 500 CONS. STAPLES	2.4			0.6
8 S&P 500 MATERIALS	0.4			-1.1
9 S&P 500 COMMUN. SERVICES	1.2			2.0
10 S&P 500 UTILITIES	-0.8			0.9
11 S&P 500 REAL ESTATE	1.7			0.8
12 S&P 500 FINANCIALS	0.5			-1.4
13 S&P 600 SMALL CAP Index	-0.2			-2.6
14 EURO STOXX Index	2.4			0.4
15 DAX Index	2.6			0.8
16 FTSE 100 Index	2.6			1.6
17 CAC Index	2.6			0.8
18 IBEX Index	1.9			-0.1
19 FTSE MIB Index	1.5			0.0
20 ASE Index	1.4			-0.6
21 MSCI EM Index	0.8			-0.9
22 MSCI EM INDIA Index	-0.6			1.0
23 MSCI CHINA Index	0.8			0.1
24 TOPIX Index	1.6			1.4
25 DOLLAR Index	-1.7			-1.4
26 EURUSD	1.6			1.1
27 EURGBP	1.2			-0.9
28 USDJPY	-0.7			-0.1
29 BLOOMBERG GOLD TR	1.3			0.4
30 BLOOMBERG WTI CRUDE OIL TR	-0.8			0.0
31 BLOOMBERG COPPER TR	0.9			-0.5
32 BLOOMBERG COMMODITY Index TR	-0.8			0.7
33 DB DIVERSIFIED AGRICULTURE Index TR	1.7			2.1
34 US 10YR FUTURES	1.8			0.9
35 German 10YR FUTURES	0.8			1.8
36 IBODXX USD LIQUID INVESTMENT GRAD E Index	2.7			0.7
37 IBODXX USD LIQUID HIGH YIELD Index	2.9			0.9
38 I.P. MORGAN EMBI GLOBAL CORE Index	2.8			0.8

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 ≤
--------------------------------	----------------------------------	--	---------------------------------	--------------------------------------	------------------------------	-----------------------------



09

ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς οι πιθανότητες ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, παρά το γεγονός ότι αυτό δεν αντικατοπτρίζεται στις μετοχές.
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Η άποψή μας διατηρείται σε ήπια αρνητική για την ΕΖ. Αν και η κατάσταση στην ΕΖ δεν είναι τόσο χειρότερη όσο περίμενε η αγορά στο τέλος του προηγούμενου έτους, ωστόσο το ενδεχόμενο ύφεσης στις ΗΠΑ και στον υπόλοιπο κόσμο, σε συνδυασμό με τον υψηλό πληθωρισμό, αυξάνουν τα ρίσκα για τις μετοχικές αγορές της ΕΖ.
Ην. Βασίλειο	Ήπια Αρνητική	Παρά τη βελτίωση της τεχνικής εικόνας σε θετική, στο σύνολό της, οι πιθανότητες της ύφεσης παραμένουν άνω του 50%, με το ΔΝΤ να εκτιμά ανάπτυξη της βρετανικής οικονομίας στο -0,3% για φέτος. Διατηρούμε την άποψή μας σε ήπια αρνητική.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς το ενδεχόμενο τερματισμού του ελέγχου των αποδόσεων θα ενισχύσει τις αποδόσεις και το γεν και κατά συνέπεια θα πιέσει τη μετοχική αγορά της Ιαπωνίας που αποτελείται, ως επί των πλείστων, από εξαγωγικές εταιρείες.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές, κυρίως λόγω της προτίμησής μας στην Κίνα, η οποία συνεχίζει να βρίσκεται σε «φθινά» επίπεδα (P/E,P/B), τόσο σε σχέση με τους ιστορικούς μέσους όρους της όσο και έναντι των ανεπτυγμένων αγορών.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ήπια Θετική	Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ δεν ενσωματώνουν, σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, μια σημαντική πιθανότητα ύφεσης. Εκτιμούμε ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα επιβραδυνθεί εντονότερα στο Β' εξάμηνο, με αποτέλεσμα την ουσιαστικότερη διόρθωση των αμερικανικών αποδόσεων. Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς θεωρούμε ότι η σχέση πληθωρισμού/ανάπτυξης δεν αποτυπώνεται επαρκώς στις αποδόσεις των ομολόγων.
Κρατικά Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Στα κρατικά ομόλογα της Ευρωζώνης, διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς εκτιμούμε ότι τα ρίσκα σε αυτήν τη συγκυρία είναι ισορροπημένα και οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων, στα τρέχοντα επίπεδα, προσεφυλούν τις εκτιμήσεις μας όσον αφορά τη σχέση πληθωρισμού/ανάπτυξης, καθώς οι κίνδυνοι παραμονής των υψηλών τιμών και περαιτέρω οικονομικής επιβράδυνσης είναι αντίρροποι. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας. Αναζητούμε, ωστόσο, ενδείξεις που θα μας επέτρεπαν να ανεβάσουμε την αξιολόγηση των κρατικών ομολόγων του πυρήνα της ΕΖ σε ήπια θετική.
Κρατικά Αναδυόμενων Αγορών	Ήπια Αρνητική	Μια πιθανή διόρθωση των μετοχικών αγορών (δεδομένης της αναμενόμενης επιβράδυνσης/ύφεσης και των υψηλών αποτιμήσεων σε αρκετές αγορές) αναμένεται να διατηρήσει υψηλά τα ρίσκα για τα ομόλογα των Αναδυόμενων Αγορών. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς οι αποτιμήσεις περιορίζουν την ανοδική πορεία των ομολόγων Αναδυόμενων Αγορών.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Σύμφωνα με το βασικό μας σενάριο, μια μικρή διεύρυνση των spreads θα αντισταθμιστεί από την αναμενόμενη πτώση των αποδόσεων των αμερικανικών κρατικών ομολόγων. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας στα IG ομόλογα ΗΠΑ.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Οι αυξημένες πιθανότητες για επιδείνωση των θεμελιωδών μεγεθών των εταιρειών εν μέσω της σύσφιξης της ρευστότητας θα έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο στις εταιρείες με χαμηλότερη πιστοληπτική διαβάθμιση. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας στα HY ομόλογα ΗΠΑ.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Δεδομένου ότι το spread συνήθως διευρύνεται σε περιόδους ύφεσης, και της ευαισθησίας των ευρωπαϊκών IG spread με τα αντίστοιχα αμερικανικά εκτιμούμε ότι θα διευρυνθούν από τα τρέχοντα επίπεδα, ειδικά στην περίπτωση μια πιθανής υπερβολής από την πλευρά της ΕΚΤ στη σύσφιξη της περιοριστικής της πολιτικής. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα IG.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Η προοπτική για περαιτέρω σύσφιξη της ρευστότητας από την ΕΚΤ και η επιβράδυνση της οικονομίας της ΕΖ αυξάνουν τις πιθανότητες για νέα ανοδική πίεση στα HY spreads της ΕΖ όπως και το γεγονός ότι σε περιόδους ύφεσης το spread διαμορφώνεται σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα HY ομόλογα της ΕΖ.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Ήπια Αρνητική	Η άποψή μας έχει αλλάξει σε ήπια αρνητική από ουδέτερη σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, καθώς η καθυστέρηση της επανεκκίνησης της αγοράς της Κίνας, η επιδείνωση ορισμένων μακροοικονομικών στοιχείων, αλλά και ο επίμονος υψηλός πληθωρισμός ίσως ασκήσουν πιέσεις στην ισοτιμία. Η συνολική τεχνική εικόνα έχει μεταβληθεί σε θετική από ουδέτερη. Το αναμενόμενο τριμηνιαίο και ετήσιο εύρος αυξάνονται σε 1,0740 - 1,1090 (προηγ. 1,0538 - 1,0880) και 1,0440 - 1,1274 (προηγ. 1,0367 - 1,1174) με αύξηση στόχου στο 1,1100 (προηγ. 1,1000).
USDJPY	Ήπια Αρνητική	Η άποψή μας παραμένει ήπια αρνητική σε ετήσιο ορίζοντα, καθώς η πιθανότητα παύσης/μείωσης των επιτοκίων από την Fed στο τέλος του έτους και παράλληλα η πιθανή απομάκρυνση από την πολιτική ελέγχου των επιτοκίων από την BoJ ίσως οδηγήσει χαμηλότερα τα spread των κρατικών αποδόσεων ΗΠΑ-Ιαπωνίας. Η συνολική τεχνική εικόνα του USDJPY παραμένει σχετικά αρνητική για την ισοτιμία. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος μειώνεται σε 124,67-139,87 (προηγ.128,33-141,75), με μείωση στόχου στο 128 (προηγ. 130).
EURGBP	Ουδέτερη	Αλλάζουμε τη θετική άποψή μας σε ουδέτερη βραχυπρόθεσμα για την ισοτιμία ευρώ/στερλίνα, λόγω της υποχώρησης του spread των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων Γερμανίας - Η.Β. και της αύξησης των στοιχημάτων υπέρ της στερλίνας. Η συνολική τεχνική εικόνα έχει μεταβληθεί σε σχετικά θετική από θετική. Το αναμενόμενο εύρος διατηρείται στο 0,8450-0,9150, με στόχο στο 0,8900.
Εμπορεύματα		
Εμπορεύματα	Ήπια αρνητική	Καθώς η παγκόσμια οικονομία βρίσκεται σε επισφαλή θέση και οι καθοδικοί κίνδυνοι (υψηλός πληθωρισμός, χαμηλή ανάπτυξη, επιτοκιακές αυξήσεις) υπερτερούν την τρέχουσα περίοδο, υποβαθμίζουμε τη θέση μας στα εμπορεύματα σε ήπια αρνητική από ουδέτερη.
Χρυσός	Ουδέτερη	Η πορεία της διεθνούς οικονομίας αναμένεται να καθορίσει την περαιτέρω εξέλιξη των τιμών του πολύτιμου μετάλλου. Αν και η εικόνα του χρυσού εμφανίζεται σχετικά θετική, διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, λόγω του υψηλού επιπέδου της αποτίμησής του.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Η αναταραχή στη διεθνή πετρελαϊκή αγορά αναμένεται να συνεχιστεί στο τρέχον τρίμηνο. Η πορεία της διεθνούς οικονομίας δείχνει να αποτελεί τον σημαντικότερο καθοδικό κίνδυνο, ταυτόχρονα με τον αντίκτυπο των επιτοκιακών αυξήσεων και των μειωμένων προοπτικών ζήτησης, παραβλέποντας τον θετικό αντίκτυπο των πετρελαϊκών περικοπών. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας.



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 εφαρμόσιμη 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 εφαρμόσιμη νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμόσιμη νομοθεσία, ώστε να διερευνήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.

Η «Επενδυτική Στρατηγική - 2ο Τρίμηνο 2023» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση
<http://www.piraeusholdings.gr/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>



ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ