



Navigator δ' τρίμηνο 2023

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ και ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Εναλλασσόμενες προσδοκίες σε έδαφος χαμηλής ανάπτυξης και επίμονου πληθωρισμού

- Η ανθεκτικότητα της οικονομίας και η εκτιμώμενη κορύφωση των επιτοκίων στηρίζουν την επενδυτική διάθεση παρά τις βραχυπρόθεσμες ρευστοποιήσεις
- Η εκτίμηση ότι τα επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών θα παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα επηρέασε αρνητικά τις τιμές των κρατικών ομολόγων
- Η εκτιμώμενη ανάκαμψη κερδών και οι ήπιες μακροοικονομικές συνθήκες αναμένεται να στηρίξουν τις μετοχικές αγορές
- Η εκτίμηση για έλλειμμα στην παγκόσμια προσφορά πετρελαίου επηρέασε ανοδικά την τιμή του πετρελαίου

Για να παρακολουθήσετε τη σύνοψη της τριμηνιαίας έκθεσης σε βίντεο πιέστε



Για να διαβάσετε την τριμηνιαία αναφορά σε μορφή infographic πιέστε



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Εναλλασσόμενες προσδοκίες σε έδαφος χαμηλής ανάπτυξης και επίμονου πληθωρισμού

03

Επιβάρυνση αναμένεται για την παγκόσμια οικονομία λόγω αυστηρότερων χρηματοπιστωτικών συνθηκών

04

Η εκ νέου αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών επηρεάζει αρνητικά τις τιμές κρατικών ομολόγων. Σταδιακά αναμένεται να ενισχυθεί η ζήτηση

05

Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης έχουν ελκυστικό προφίλ απόδοσης/κινδύνου

06

Μετοχές: Δυνατότητες ενίσχυσης ποσοτών επένδυσης κατά την τρέχουσα διόρθωση. Η ανάκαμψη κερδών και οι ήπιες μακροοικονομικές συνθήκες, στηρίζουν κύριες αγορές μεσοπρόθεσμα

07

Κλάδοι: Ανθεκτικοί σε διόρθωση αμυντικοί κλάδοι υγείας και βασικών καταναλωτικών. Ο κλάδος τεχνολογίας ευνοείται μεσοπρόθεσμα από την ανάκαμψη κερδών

08

Μετοχές αναδυόμενων αγορών: Στην περίπτωση που το δολάριο και οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων ΗΠΑ υποχωρήσουν, πιθανή είναι η ανάκαμψη μεσοπρόθεσμα

09

Ελληνική οικονομία: Ισχυρές επιδόσεις εν μέσω ενεργειακών προκλήσεων. Επενδυτική βαθμίδα μετά από 13 έτη

10

Εναλλακτικές επενδύσεις: Ουδέτεροι για την τιμή πετρελαίου. Βραχυπρόθεσμα υπό πίεση το ευρώ, ανάκαμψη μεσοπρόθεσμα

11

Θεματικές επιλογές: Γιατί οι επενδύσεις σε υποδομές παγκοσμίως ξεχωρίζουν

12

Προοπτική Διεθνών Αγορών και Μακροοικονομικών Μεγεθών

13

Κατανομή Επενδύσεων: Κατάλληλες κρίνονται αμυντικές επιλογές όπως ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας και μετοχές με χαρακτηριστικά ποιότητας

14

Εναλλασσόμενες προσδοκίες σε έδαφος χαμηλής ανάπτυξης και επίμονου πληθωρισμού

Η ανθεκτικότητα της οικονομίας και η εκτιμώμενη κορύφωση των επιτοκίων στηρίζουν την επενδυτική διάθεση

Η προσδοκία ότι θα αποφευχθεί η ύφεση κύριων οικονομιών σε συνδυασμό με τη διαφαινόμενη ολοκλήρωση του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών, συνεχίζουν να ευνοούν το επενδυτικό κλίμα. Ωστόσο, οι συχνά μεταβαλλόμενες εκτιμήσεις αναφορικά με την προοπτική της οικονομικής δραστηριότητας, του πληθωρισμού και της νομισματικής πολιτικής συντηρούν την ευμετάβλητη επενδυτική διάθεση και αποτελούν αιτία ρευστοποιήσεων τοποθετήσεων βραχυπρόθεσμα.

Καθοριστική για την οικονομία και το επενδυτικό κλίμα η διάρκεια παραμονής των επιτοκίων σε υψηλά επίπεδα

Παρότι κύριες Κεντρικές Τράπεζες φαίνεται να βρίσκονται στα πρόθυρα κορύφωσης των επιτοκίων, η μάχη για την καταπολέμηση του επίμονα υψηλού πληθωρισμού δεν έχει ολοκληρωθεί, συντηρώντας την αβεβαιότητα και τροφοδοτώντας εναλλασσόμενες προσδοκίες κυρίως αναφορικά με το χρονικό διάστημα διατήρησής τους σε υψηλά επίπεδα και το πότε θα ξεκινήσει η μείωσή τους. Οι συμμετέχοντες στις αγορές εμφανίζονται διχασμένοι ως προς το εάν θα υπάρξει μία ακόμη αύξηση του επιτοκίου της Fed έως το τέλος του έτους ενώ τιμολογούν μείωση των επιτοκίων από τις αρχές του β' εξαμήνου του 2024. Παρότι οι εκτιμήσεις της αγοράς έχουν προσαρμοστεί προς το ρεαλιστικότερο, η εκτίμηση για μειώσεις επιτοκίων από τις αρχές του β' εξαμήνου του 2024 ενδεχομένως να αποδειχτεί πρόωρη, καθώς η σχετική ανθεκτικότητα της οικονομίας των ΗΠΑ και ο επίμονος πληθωρισμός επιτρέπουν στη Fed να μην βιαστεί να προβεί σε μείωση του επιτοκίου.

Ένας κόσμος χαμηλής ανάπτυξης, επίμονου πληθωρισμού και υψηλών επιτοκίων φαίνεται η νέα κανονικότητα

Παρά την τάση αποκλιμάκωσης, ο πληθωρισμός δεν αναμένεται να μειωθεί στον στόχο του 2% πριν το 2025, με αποτέλεσμα τα επιτόκια να παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Καθοριστική παράμετρος για την εξέλιξη των πληθωριστικών πιέσεων αποτελεί η πορεία της τιμής του πετρελαίου και της ενέργειας γενικότερα. Ανοδικούς κινδύνους για τον πληθωρισμό και δυνητικά καθοδικούς για την οικονομική δραστηριότητα αποτελούν η κλιματική κρίση και ο γεωοικονομικός κατακερματισμός. Παρότι έως τώρα δεν έχει επιβεβαιωθεί το δυσμενές σενάριο που ανέμεναν συμμετέχοντες στις διεθνείς αγορές για το τρέχον έτος, υφίστανται ενδείξεις οικονομικής επιβράδυνσης και καθοδικοί κίνδυνοι που σχετίζονται με τα υψηλά επιτόκια και τις αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες. Το επικρατέστερο σενάριο είναι ότι η οικονομία των ΗΠΑ θα συνεχίσει να επιδεικνύει ανθεκτικότητα και η Ευρωζώνη θα αποφύγει την ύφεση. Ωστόσο, δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο κύριες οικονομίες να εισέλθουν σε συνθήκες ήπιας ύφεσης, οδεύοντας προς το 2024, καθώς παραμένουν ευάλωτες, δεδομένης της χρονικής υστέρησης με την οποία αποτυπώνεται η αυστηρή νομισματική πολιτική στην πραγματική οικονομία.

Παραμένουμε επενδυμένοι με προτίμηση σε επιλογές που ευνοούνται από την ολοκλήρωση των αυξήσεων των επιτοκίων και τη διατήρησή τους σε υψηλά επίπεδα

Το οικονομικό περιβάλλον δικαιολογεί επενδυτική στρατηγική προσαρμοσμένη σε περιβάλλον χαμηλών ρυθμών ανάπτυξης, επίμονου πληθωρισμού και υψηλών επιτοκίων. Ενισχυμένη παραμένει η αναγκαιότητα επαρκώς διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων με έμφαση στην ανθεκτικότητα και την ποιότητα. Οι υψηλές αποδόσεις στη λήξη ομολόγων περιορίζουν την ελκυστικότητα της μετοχικής κατηγορίας βραχυπρόθεσμα. Οι διορθώσεις στη μετοχική αγορά, θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν σταδιακά ως ελκυστικό επίπεδο μεσοπρόθεσμων τοποθετήσεων. Κατάλληλο κρίνουμε έναν συνδυασμό τοποθετήσεων χαμηλής μεταβλητότητας και υψηλών μερισματικών αποδόσεων με ορισμένες πιο επιθετικές επιλογές υψηλής ποιότητας που ευνοούνται από τη συγκυρία όπως ο κλάδος της τεχνολογίας. Ιδιαίτερο ενδιαφέρον για μεσοπρόθεσμες τοποθετήσεις παρουσιάζουν θεματικές επιλογές που αναδεικνύονται και λόγω της κλιματικής κρίσης όπως εκείνη των υποδομών. Αναμένουμε να ενισχυθεί η ελκυστικότητα των τοποθετήσεων σε ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας καθώς οι πραγματικές αποδόσεις είναι αυξημένες, προσφέρουν ικανοποιητικό επιτοκιακό έσοδο και προοπτική υπεραξίας.

Επιβάρυνση αναμένεται για την παγκόσμια οικονομία λόγω αυστηρότερων χρηματοπιστωτικών συνθηκών

Παγκόσμια Οικονομία

Η παγκόσμια οικονομία αποδείχτηκε ανθεκτικότερη απ' ό,τι αναμενόταν, με την αγορά εργασίας και τον τομέα υπηρεσιών να παραμένουν ισχυροί. Η ανάπτυξη για την οικονομία των ΗΠΑ αναμένεται τελικά ισχυρότερη, ενώ στην Ευρωζώνη χαμηλότερη. Οι σημαντικότερες προκλήσεις για την παγκόσμια οικονομία σχετίζονται με τις αρνητικές επιπτώσεις που θα εμφανιστούν από τις αυστηρότερες πιστωτικές συνθήκες και με τον προβληματισμό για τη δυναμική της οικονομίας της Κίνας. Οι Κεντρικές Τράπεζες πλησιάζουν στην ολοκλήρωση του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων, ωστόσο αναμένεται να διατηρήσουν την αυστηρή τους πολιτική έως ότου ο πληθωρισμός αποκλιμακωθεί σημαντικά. Παρά τις αυξήσεις των επιτοκίων και τον υψηλό πληθωρισμό, η κατανάλωση παραμένει ικανοποιητική. Επίσης, οι ελλείψεις στο προσωπικό διατηρούνται με αποτέλεσμα να παραμένει το ποσοστό ανεργίας σε χαμηλά επίπεδα και οι μισθοί να μην έχουν αποκλιμακωθεί σημαντικά. Για το τρέχον έτος, ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) εκτιμά ότι η παγκόσμια οικονομία θα παρουσιάσει ανάπτυξη κατά 3% (εκτίμηση Ιουνίου: 2,7%). Για το 2024, αναμένεται επιβράδυνση στο 2,7%, κυρίως λόγω των αρνητικών επιπτώσεων από τις αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες.

ΗΠΑ

Η οικονομία των ΗΠΑ παραμένει ανθεκτική, με την εκτίμηση για τον ρυθμό ανάπτυξης να αναθεωρείται ανοδικά. Η Fed εκτιμά ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το 2023 στο 2,1% (εκτίμηση Ιουνίου: 1%) και το 2024 στο 1,5% (εκτίμηση Ιουνίου: 1,1%). Ισχυρά παραμένουν τα στοιχεία για τον τομέα υπηρεσιών και την αγορά εργασίας. Ο δείκτης υπηρεσιών ISM ανήλθε τον Αύγουστο σε υψηλό (54,5, Ιούλιος: 52,7) από τον Φεβρουάριο, παραμένοντας σε επίπεδο που καταδεικνύει ανάπτυξη για όγδοο συνεχόμενο μήνα. Οι νέες θέσεις εργασίας εξαιρουμένου του αγροτικού τομέα αυξήθηκαν τον Αύγουστο στις 187.000, παραμένοντας υψηλότερα του ιστορικού μέσου όρου (125.000). Ωστόσο, οι μετρήσεις του Ιουλίου και του Ιουνίου αναθεωρήθηκαν καθοδικά. Επίσης, το ποσοστό ανεργίας παρουσίασε μη αναμενόμενη αύξηση σε

υψηλό (3,8%) από τον Φεβρουάριο του 2022, καταδεικνύοντας αρχικές ενδείξεις επιδείνωσης της απασχόλησης. Αναφορικά με τον πληθωρισμό συνεχίζεται η τάση αποκλιμάκωσης, ωστόσο η πρόσφατη άνοδος της τιμής του πετρελαίου προβληματίζει. Ο δομικός πληθωρισμός υποχώρησε τον Αύγουστο σε χαμηλό (4,3%) από τον Σεπτέμβριο του 2021. Αξίζει να αναφέρουμε ότι ο πληθωρισμός δύσκολα θα επιστρέψει στον στόχο του 2% το επόμενο έτος, καθώς η ζήτηση δεν έχει επηρεαστεί καθοδικά ακόμα και παραμένουν οι πληθωριστικές πιέσεις που σχετίζονται με τις υπηρεσίες και τα ενοίκια.

Ευρωζώνη

Αδύναμη η οικονομία της Ευρωζώνης, καθώς επηρεάζεται αρνητικά από τις αυστηρές πιστωτικές συνθήκες, την επιβράδυνση της δυναμικής της Κίνας και τη μείωση της επιχειρηματικής δραστηριότητας. Ο τομέας μεταποίησης παραμένει σε επίπεδο συρρίκνωσης (Σεπτέμβριος: 43,4) για 15^ο συνεχόμενο μήνα. Επίσης, ο δείκτης υπηρεσιών PMI διατηρήθηκε τον Σεπτέμβριο (48,4) σε επίπεδο που καταδεικνύει συρρίκνωση του τομέα. Η ΕΚΤ αναθεώρησε καθοδικά την εκτίμησή της για τον ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το 2023 στο 0,7% από 0,9% και το 2024 στο 1% από 1,5%. Ο δείκτης οικονομικής εμπιστοσύνης υποχώρησε τον Σεπτέμβριο σε χαμηλό (93,3) από τον Νοέμβριο του 2020, καταδεικνύοντας αποδυνάμωση της οικονομίας. Παρά την επιδείνωση των δεικτών εμπιστοσύνης, το ποσοστό ανεργίας παραμένει σε ιστορικό χαμηλό (6,4%). Ο δομικός πληθωρισμός μειώθηκε ελαφρώς τον Αύγουστο στο 5,3% από 5,5%, παραμένοντας ωστόσο σημαντικά υψηλότερα του στόχου.

Κίνα

Παραμένει αδύναμη η οικονομία της Κίνας παρά τα μέτρα στήριξης που έχουν ανακοινωθεί. Κατά το γ' τρίμηνο ενισχύθηκαν οι ανησυχίες για την αγορά ακινήτων μετά τις δυσχέρειες στην αποπληρωμή υποχρεώσεων που εμφάνισαν οι Evergrande και Country Garden. Ο πληθωρισμός παραμένει περὶ το μηδέν, επιτρέποντας στις κινεζικές αρχές να υιοθετήσουν πρόσθετα μέτρα στήριξης.

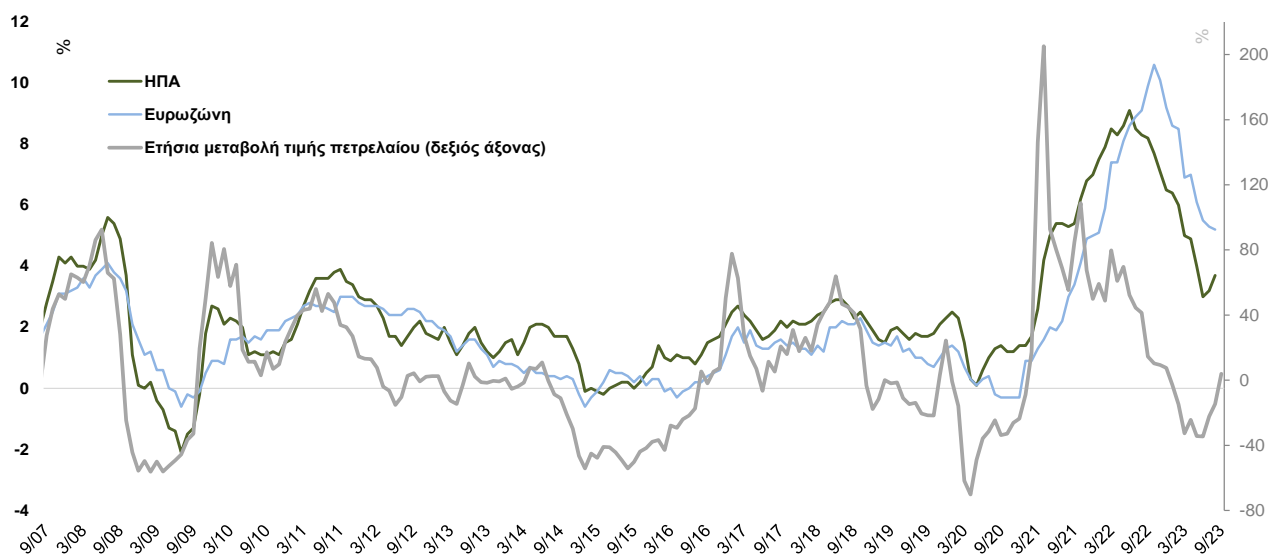
Πώς θα επηρεάσει την προοπτική του πληθωρισμού η εκ νέου άνοδος της τιμής του πετρελαίου;

Η υποχώρηση του πληθωρισμού σε ελεγχόμενα επίπεδα περί του 2%, αποτελεί τη σημαντικότερη πρόκληση για την παγκόσμια οικονομία. Οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν προβεί στην επιθετικότερη αύξηση των επιτοκίων ιστορικά προκειμένου να αντιμετωπίσουν τον επίμονο πληθωρισμό και ισχυρίζονται ότι προσεγγίζουν τα επίπεδα των επιτοκίων που θα συμβάλουν στη μείωση του πληθωρισμού προς τον στόχο. Αξίζει να αναφέρουμε ότι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού που έχει σημειωθεί το τρέχον έτος οφείλεται κυρίως στην υποχώρηση των τιμών εμπορευμάτων και στην ομαλοποίηση των προβλημάτων της εφοδιαστικής αλυσίδας. Υποχώρηση στις τιμές λόγω της ζήτησης δεν έχει ακόμα αποτυπωθεί, καθώς οι επιπτώσεις των υψηλότερων επιτοκίων δεν είναι ακόμα ορατές. Οι αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία από τα υψηλά επιτόκια δεν έχουν ακόμα εμφανιστεί στην οικονομία για τους παρακάτω λόγους:

- Οι αποταμιεύσεις των νοικοκυριών είναι υψηλές. Από τα τέλη του έτους αναμένεται ωστόσο να επιστρέψουν στα προ πανδημίας επίπεδα.
- Το μεγαλύτερο μέρος των υφιστάμενων στεγαστικών δανείων είναι με σταθερά επιτόκια (περίπου το 60% των στεγαστικών δανείων στις ΗΠΑ είναι κλειδωμένα σε επιτόκια χαμηλότερα του 4%).
- Η βελτίωση της τεχνολογίας σε συνδυασμό με τη χρήση της τεχνητής νοημοσύνης έχουν ενισχύσει την προσδοκία για αύξηση της παραγωγικότητας.
- Οι χρηματοδοτικές ανάγκες των επιχειρήσεων είναι χαμηλές καθώς προέβησαν σε αυξημένες εκδόσεις την περίοδο της πανδημίας για να εκμεταλλευτούν τα χαμηλά επιτόκια.

Κατά την άποψή μας τα επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών θα πρέπει να παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα τουλάχιστον για τους επόμενους δώδεκα μήνες, προκειμένου να περιορισθεί η ζήτηση και να μειωθούν οι τιμές. Η πρόσφατη άνοδος της τιμής του πετρελαίου ενισχύει την αβεβαιότητα και περιπλέκει την προοπτική του πληθωρισμού. Η μέση τιμή του πετρελαίου τύπου Brent τον Σεπτέμβριο διαμορφώνεται περί τα \$92/βαρέλι ενώ τον Σεπτέμβριο του 2022 ήταν περί τα \$90/βαρέλι, επομένως σε ετήσια βάση τον Σεπτέμβριο η τιμή θα καταγράψει θετική μεταβολή για πρώτη φορά από τον Δεκέμβριο του 2022, συμβάλλοντας στην εκ νέου ενίσχυση του συνολικού πληθωρισμού. Αξίζει να αναφέρουμε ότι αν η τιμή του πετρελαίου παραμείνει στα τρέχοντα επίπεδα η επίπτωση στον πληθωρισμό θα είναι ανοδική αλλά όχι ιδιαίτερα σημαντική. Ωστόσο, σε περίπτωση που η τιμή υπερβεί τα \$100/βαρέλι η επίπτωση στον πληθωρισμό θα είναι σημαντική και θα θέσει σε κίνδυνο τον στόχο των Κεντρικών Τραπεζών για μεσοπρόθεσμο πληθωρισμό περί του 2%.

Πληθωρισμός και ετήσια μεταβολή τιμής πετρελαίου, 2007 - 2023



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg, ετήσια μεταβολή μέσης μηνιαίας τιμής S&P Brent

Η εκ νέου αύξηση των πληθωριστικών προσδοκιών επηρεάζει αρνητικά τις τιμές κρατικών ομολόγων. Σταδιακά αναμένεται να ενισχυθεί η ζήτηση

Η ανθεκτικότητα των οικονομικών στοιχείων, κυρίως της αγοράς εργασίας και η εκ νέου άνοδος της τιμής του πετρελαίου συνέβαλλαν στην περαιτέρω αύξηση των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων. Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου στις ΗΠΑ ανήλθε σε υψηλό (4,68%) από τον Οκτώβριο του 2007. Μπορεί ο ανοδικός κύκλος των επιτοκίων των Κεντρικών Τραπεζών να πλησιάζει στην ολοκλήρωσή του, ωστόσο το τελευταίο χρονικό διάστημα έχει ενισχυθεί η πιθανότητα ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερη χρονική περίοδο. Οι τιμές κρατικών ομολόγων παρουσιάζουν υποχώρηση κατά το γ' τρίμηνο του έτους (27/9: ΗΠΑ: -3,35%, Ευρωζώνη: -2,40%). Αξίζει να αναφέρουμε ότι η συνολική απόδοση από την αρχή του έτους είναι περί το μηδέν για τα ομόλογα Ευρωζώνης ενώ αρνητική στις ΗΠΑ, υποαποδίδοντας σημαντικά έναντι των εταιρικών ομολόγων και των αποδόσεων των μέσων χρηματαγοράς. Οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα αναμένεται να υπεραποδώσουν σε περίπτωση επιδείνωσης της προοπτικής της οικονομίας και αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού.

Η Fed στη σύσκεψή της τον Σεπτέμβριο διατήρησε αμετάβλητο το επιτόκιο αναφοράς στο 5,25% - 5,50% και τόνισε ότι ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός και η απασχόληση είναι ικανοποιητική παρά την πρόσφατη ήπια αποδυνάμωση. Σύμφωνα με τη διάμεσο εκτίμηση των μελών της Fed, αναμένεται μια ακόμα αύξηση του επιτοκίου αναφοράς κατά 0,25% μέχρι το τέλος του έτους. Για το 2024 η εκτίμηση των μελών είναι στο 5,125%, παραπέμποντας σε δύο μειώσεις των 0,25%, ενώ στη σύσκεψη του Ιουνίου η εκτίμηση ήταν για τέσσερις μειώσεις. Η πορεία των οικονομικών στοιχείων θα επηρεάσει τις αποφάσεις της Fed. Κατά την εκτίμησή μας, η Fed θα προβεί σε μια ακόμα αύξηση στη σύσκεψη του Δεκεμβρίου και στη συνέχεια θα διατηρήσει τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα για το μεγαλύτερο μέρος του 2024, προκειμένου να ελεγχθεί ο πληθωρισμός. Οι μειώσεις επιτοκίων εκτιμάται ότι θα αποφασιστούν μετά τα μέσα του 2024 και η μείωση του ισολογισμού θα συνεχιστεί (μηνιαία μείωση κρατικών ομολόγων: \$60 δισ., ενυπόθηκων στεγαστικών τίτλων: \$35 δισ.).

Η ΕΚΤ αύξησε στη σύσκεψη του Σεπτεμβρίου το επιτόκιο αναφοράς για δέκατη συνεχόμενη φορά, στο 4,50% από 4,25% και τόνισε ότι τα επιτόκια διαμορφώνονται σε κατάλληλο επίπεδο προκειμένου να επιστρέψει ο πληθωρισμός στον στόχο του 2%, σηματοδοτώντας ότι προσεγγίζουν την κορύφωσή τους. Επανέλαβε ότι οι αποφάσεις νομισματικής πολιτικής συνεχίζουν να εξαρτώνται από την εξέλιξη των οικονομικών στοιχείων. Κατά την εκτίμησή μας, η ΕΚΤ θα τηρήσει στάση αναμονής στις επόμενες συσκέψεις, καθώς θα πρέπει να αξιολογηθούν οι επιπτώσεις που έχουν στην οικονομία και στον πληθωρισμό οι αυξήσεις των επιτοκίων. Ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη διατηρείται σημαντικά υψηλότερα του στόχου, δικαιολογώντας τα επιτόκια να παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα τουλάχιστον για τους επόμενους δώδεκα μήνες. Ο ισολογισμός της ΕΚΤ συνεχίζει να περιορίζεται (Σεπτέμβριος: €7,15 τρισ., Δεκέμβριος 2022: €8,5 τρισ.), καθώς έχουν σταματήσει οι επανεπενδύσεις του προγράμματος APP και ολοκληρώνονται οι μακροπρόθεσμες πράξεις αναχρηματοδότησης. Δεν αποκλείεται τους επόμενους μήνες να αποφασιστεί πρόωρη ολοκλήρωση των επανεπενδύσεων των τίτλων που λήγουν στο πλαίσιο του προγράμματος PEPP.

Παρά τις πιέσεις που δέχτηκαν οι τιμές κρατικών ομολόγων της περιφέρειας της Ευρωζώνης κατά το γ' τρίμηνο του έτους, διατηρούν ικανοποιητική συνολική απόδοση από την αρχή του έτους (27/9 κρατικά ομόλογα Ελλάδας: 3,4%, Ιταλίας: 1,6%).

Η ζήτηση για κρατικά ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας αναμένεται σταδιακά να ενισχυθεί, καθώς πλέον προσφέρουν ικανοποιητικό επιτοκιακό έσοδο και οι πραγματικές αποδόσεις είναι θετικές. Επίσης, σε περίπτωση που ενισχυθούν οι καθοδικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία και ενισχυθεί η ζήτηση για επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου οι επενδυτές θα αυξήσουν τις τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα. Αξίζει να αναφέρουμε ότι σε περίπτωση που επιβεβαιωθούν οι εκτιμήσεις της αγοράς για μειώσεις επιτοκίων από τη Fed μέσα στο 2024, τα κρατικά ομόλογα μεσοπρόθεσμης διάρκειας αναμένεται να υπεραποδώσουν.

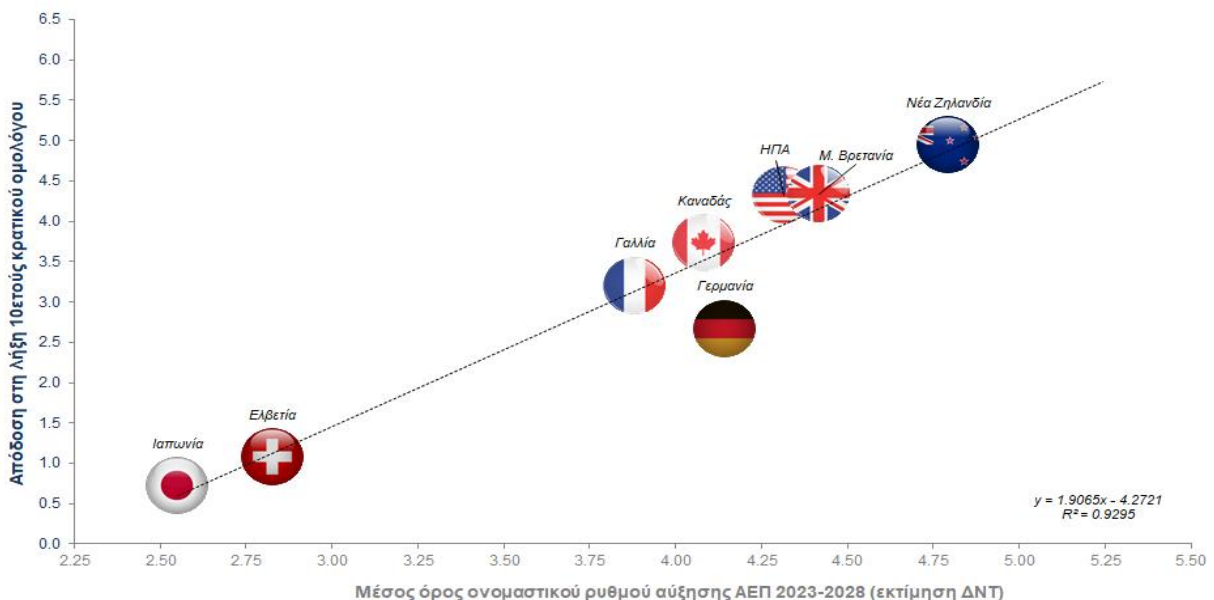
Είναι ελκυστική η αποτίμηση των κρατικών ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας;

Στις ΗΠΑ, η πραγματική απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου διαμορφώνεται (22/9: 2,26%) σε υψηλό από τον Δεκέμβριο του 2008, καταδεικνύοντας ότι είναι ενισχυμένη η ελκυστικότητα. Επίσης, αν λάβουμε υπόψη τις προβλέψεις για τον ονομαστικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ στις ΗΠΑ τα επόμενα έτη, η τρέχουσα απόδοση στη λήξη (27/9: 4,60%) θεωρείται δίκαια αποτιμημένη. Ο βασικός παράγοντας που οδήγησε σε σημαντικές απώλειες τις τιμές κρατικών ομολόγων το προηγούμενο χρονικό διάστημα ήταν οι επιθετικές αυξήσεις επιτοκίων από τη Fed, καθώς συνολικά από τον Μάρτιο του 2022 που ξεκίνησαν οι αυξήσεις, τα επιτόκια έχουν αυξηθεί κατά 5,25%. Εκτιμούμε ότι μετά την ολοκλήρωση του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων από τη Fed, σταδιακά θα ενισχυθεί η ζήτηση για κρατικά ομόλογα, καθώς θα έχουν αποτυπωθεί στις τιμές οι αρνητικές επιπτώσεις από την αυστηρή νομισματική πολιτική.

Στη Γερμανία, η πραγματική απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου ανήλθε τις 27 Σεπτεμβρίου σε υψηλό (0,44%) από τον Νοέμβριο του 2011. Η ονομαστική απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου (27/9: 2,85%) δεν θεωρείται ακόμα δίκαια αποτιμημένη, καθώς σύμφωνα με τις εκτιμήσεις για τον μέσο ονομαστικό ρυθμό μεταβολής του ΑΕΠ θα έπρεπε να διαμορφώνεται περί το 3%. Πιθανή ενίσχυση των καθοδικών κινδύνων για την οικονομία και ολοκλήρωση των αυξήσεων των επιτοκίων της ΕΚΤ, αναμένεται να αυξήσουν σημαντικά τη ζήτηση για κρατικά ομόλογα.

Τα κρατικά ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας θεωρούμε ότι αποτελούν ελκυστική επιλογή, δεδομένου ότι το μεγαλύτερο μέρος της αρνητικής επίπτωσης από τις αποφάσεις των Κεντρικών Τραπεζών έχει ενσωματωθεί στις τιμές. Διαχρονικά οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα είναι ελκυστικές σε περιόδους μειώσεων επιτοκίων, αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και ενισχυμένων καθοδικών κινδύνων για την οικονομία.

Απόδοση στη λήξη κρατικών ομολόγων και ονομαστικός ρυθμός αύξησης ΑΕΠ



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg, ΔΝΤ

Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης έχουν ελκυστικό προφίλ απόδοσης/κινδύνου

Επενδυτικής διαβάθμισης (IG)

Τα ικανοποιητικά εταιρικά μεγέθη και η εκτίμηση για ανάκαμψη της κερδοφορίας στα επόμενα τρίμηνα έχουν υποστηρίξει τις τιμές των εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης. Παρά το γεγονός ότι τα επιτόκια της αγοράς έχουν αυξηθεί περαιτέρω το τρέχον έτος, οι συνολικές αποδόσεις των εταιρικών ομολόγων από την αρχή του έτους (27/9 Ευρωζώνη IG: 2,4%, ΗΠΑ IG: 0%) είναι καλύτερες έναντι των κρατικών ομολόγων, καθώς έχουν περιορισθεί τα πιστωτικά περιθώρια. Ενδεικτικά τα πιστωτικά περιθώρια του παγκόσμιου δείκτη εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης διαμορφώνονται σε χαμηλό (27/9: 133 μ.β.) από αρχές Αυγούστου, ενώ στα τέλη του 2022 ήταν περίπου 150 μ.β..

Η εκτιμωμένη απόδοση στη λήξη θεωρείται ιδιαίτερα ελκυστική τόσο για τα ομόλογα σε Ευρώ (4,5%) όσο και για τα ομόλογα ΗΠΑ (6%), καθώς υπερβαίνει τον εκτιμώμενο πληθωρισμό. Επίσης, η προσδοκώμενη απόδοση είναι ικανοποιητική για τον κίνδυνο που ενέχουν τα ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης την παρούσα συγκυρία. Μπορεί οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες να είναι αυστηρότερες, ωστόσο οι ισολογισμοί των εταιρειών θεωρούνται ισχυροί και η εκτιμώμενη κερδοφορία είναι ικανοποιητική για να καλύψει τις δαπάνες για τόκους. Σημειώνεται ότι το μεγαλύτερο μέρος του χρέους είναι κλειδωμένο σε σταθερά επιτόκια, επομένως η τρέχουσα άνοδος των επιτοκίων δεν επηρεάζει σημαντικά την εξυπηρέτηση του χρέους.

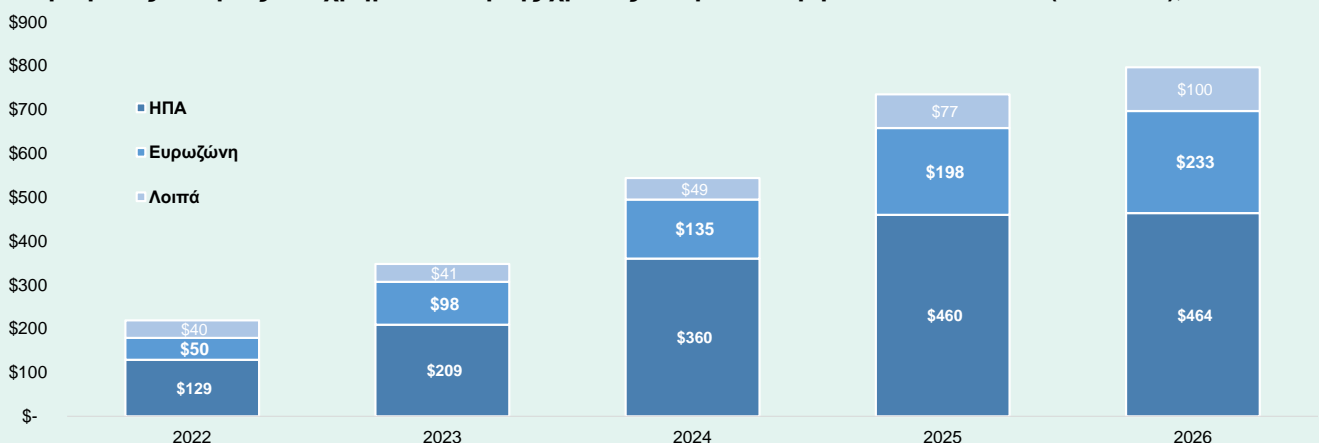
Υψηλών αποδόσεων (HY)

Τα ομόλογα HY παρουσιάζουν το τρέχον έτος την καλύτερη απόδοση (27/9, Ευρώ HY: 6,7%, ΗΠΑ HY: 5,6%), συγκριτικά με τις υπόλοιπες ομολογιακές κατηγορίες, καθώς παρά την αβεβαιότητα για την προοπτική της οικονομίας, το επενδυτικό κλίμα παραμένει ευνοϊκό. Το ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων έχει αυξηθεί περί το 3% ενώ το προηγούμενο έτος ήταν χαμηλότερα του 2%. Οι ανάγκες αναχρηματοδότησης χρέους για το 2023 παραμένουν χαμηλές περί τα \$350 δισ., υποστηρίζοντας την αγορά. Ωστόσο, για το 2024 θα είναι αυξημένες περί τα \$540 δισ. με την ανησυχία να εστιάζεται στο 2025 που εκτιμώμενες ανάγκες ξεπερνούν τα \$700 δισ.. Για το 2024, το ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων αναμένεται να υπερβεί το 4%, καθώς οι εταιρείες θα αντιμετωπίσουν δυσκολίες λόγω των αυστηρότερων πιστωτικών συνθηκών. Ελκυστικά κρίνονται τα ομόλογα HY βραχυπρόθεσμης διάρκειας λόγω του υψηλού επιπέδου απόδοσης.

Αναδυόμενων Αγορών (EM)

Τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών παρουσιάζουν ήπια υποχώρηση το γ' τρίμηνο, ωστόσο διατηρούν θετική απόδοση από την αρχή του έτους (27/9: 1,1%). Η αποτίμησή τους δεν θεωρείται ελκυστική (spread 27/9: 310 μ.β., μέσος όρος 20 ετών: 330 μ.β.) για τον κίνδυνο που διατρέχουν. Η τρέχουσα συγκυρία αυξημένης αβεβαιότητας για την οικονομία της Κίνας και η ενίσχυση του δολαρίου ΗΠΑ περιορίζουν τη ζήτηση για ομόλογα EM.

Εκτιμώμενες ανάγκες αναχρηματοδότησης χρέους εταιρειών υψηλών αποδόσεων (σε δισ. \$), 2022 - 2026



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, S&P Global

Μετοχές: Δυνατότητες ενίσχυσης ποσοστών επένδυσης κατά την τρέχουσα διόρθωση. Η ανάκαμψη κερδών στηρίζει κύριες μετοχικές αγορές μεσοπρόθεσμα

Ο παγκόσμιος μετοχικός δείκτης S&P Global 1200 μετά την αρχική ανάκαμψη κατά 21% (12/10/22-2/2/23), εμφάνισε επιπλέον άνοδο. Η ενίσχυση στο χρονικό διάστημα Φεβρουαρίου-Σεπτεμβρίου έχει συμβεί παρότι στη χρονική αυτή περίοδο καταγράφηκαν δυο ήπιες διορθώσεις (2/2-15/3: -7%, 31/7-27/9: -7%), καταδεικνύοντας πιθανόν ανοδική μεσοπρόθεσμη τάση, παρά τις βραχυπρόθεσμες διακυμάνσεις. Τα εκτιμώμενα κέρδη δώδεκα μηνών έχουν ανακάμψει στηρίζοντας τον παγκόσμιο δείκτη μεσοπρόθεσμα, ενώ ήπιες διορθώσεις μπορεί να συμβαίνουν κυρίως σε περιόδους όπου οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων είναι υψηλές.

Στο χρονικό διάστημα σχεδόν 3½ δεκαετιών καταγράφηκαν οκτώ αντίστοιχες με την τρέχουσα περιπτώσεις (ανάκαμψη υψηλότερη του 20%, μετά από περίοδο πτώσης μεγαλύτερης του -20%). Μετά την αρχική ενίσχυση (20%), θετική απόδοση καταγραφόταν στο επόμενο ένα έτος στην πλειονότητα των περιπτώσεων (έξι από τις οκτώ αντίστοιχες περιπτώσεις στο παρελθόν). Το ιστορικό αυτό «μοτίβο» επιπλέον ενίσχυσης συνήθως, μετά την αρχική ανάκαμψη, μπορεί να θεωρηθεί ως ευνοϊκή ένδειξη για τις παγκόσμιες μετοχές και στην τρέχουσα συγκυρία για το επόμενο διάστημα.

Στις ΗΠΑ, ο δείκτης S&P 500 μετά τη σημαντική ενίσχυση (12/10/22-31/7/23: 30%) σημείωσε διόρθωση (31/7-27/9: -6,6%). Η εκτίμηση ότι η ήπια ύφεση κερδών ολοκληρώνεται, η αύξηση αναμενόμενων κερδών 12 μηνών σε υψηλό από τον Ιούλιο του 2022 και η ήπια ανάπτυξη, στηρίζουν το επενδυτικό κλίμα. Στο γ' τρίμηνο αναμένεται ότι τα κέρδη του δείκτη θα διαμορφωθούν σταθεροποιητικά σε ετήσια βάση, ήπια ενίσχυση περί το 7% αναμένεται στο δ' τρίμηνο και ετήσια αύξηση περίπου αντίστοιχη του μακροπρόθεσμου ιστορικού μέσου όρου εκτιμάται για το 2024.

Στην Ευρωζώνη ο δείκτης Stoxx 50 διόρθωσε κατά σχεδόν -7,5% προσφάτως (31/7-27/9), διατηρώντας ωστόσο ισχυρή θετική συνολική απόδοση από αρχή του έτους περί το 12% (27/9). Τα αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών του δείκτη Ευρωζώνης έχουν σταδιακά

ανακάμψει σε υψηλό σχεδόν 15 ετών, συμβάλλοντας στο να διατηρείται η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών ηπιότερη (11,5) του μέσου όρου 10 ετών (14). Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου Ευρωζώνης είναι σχετικώς ήπια συγκριτικά με εκείνη του 10ετούς ΗΠΑ και δεν επιβαρύνει σημαντικά τη σχετική ελκυστικότητα του δείκτη Ευρωζώνης, ο οποίος μπορεί να κινηθεί ήπια ανοδικά μεσοπρόθεσμα.

Ο δείκτης Stoxx 600 Ευρώπης έχει εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών σε πολυετές υψηλό. Μετά τη σταθεροποίηση κερδοφορίας το τρέχον έτος, αναμένεται ήπια αύξηση κερδών (περί το 7%). Τα προαναφερθέντα έχουν συμβάλει στη διατήρηση σχετικώς ελκυστικής τιμής/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών (12). Η ενίσχυση της έκθεσης στην Ευρώπη, κυρίως κατά τη διάρκεια διορθωτικών περιόδων, αναμένεται να είναι επωφελής μεσοπρόθεσμα (6-12 μήνες).

Στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei είχε καταγράψει διόρθωση κατά -7% στο χρονικό διάστημα 3/7-18/8, ωστόσο στη συνέχεια ανέκαμψε. Παρά την αύξηση απόδοσης στη λήξη 10ετούς ομολόγου Ιαπωνίας σε υψηλό (0,74%) 10 ετών και την πρόσφατη δήλωση του Διοικητή της Τράπεζας της Ιαπωνίας περί πιθανής ολοκλήρωσης της πολιτικής των αρνητικών επιτοκίων μέχρι το τέλος του έτους, η επίπτωση στη μετοχική αγορά ήταν περιορισμένη, δίνοντας ένδειξη ανθεκτικότητας.

Η ήπια ετήσια αύξηση του ιαπωνικού ΑΕΠ (α' εξάμηνο: 1,8%) και ο ευνοϊκός αντίκτυπος στην οικονομία από την αντιμετώπιση του πολυετούς προβλήματος αποπληθωρισμού, συμβάλουν σε ενδεχόμενη διατήρηση της ανοδικής μεσοπρόθεσμης κίνησης στην ιαπωνική αγορά. Παράγοντας κινδύνου για βραχυπρόθεσμη διόρθωση, το ενδεχόμενο ανάκαμψης του γιεν αν η νομισματική πολιτική της Τράπεζας της Ιαπωνίας είναι λιγότερο υποστηρικτική. Στο προηγούμενο χρονικό διάστημα και την τρέχουσα περίοδο η ιαπωνική οικονομία και η μετοχική αγορά είχαν ευνοηθεί από την αδυναμία του γιεν, που συμβάλει στην ανθεκτικότητα των εξαγωγών.

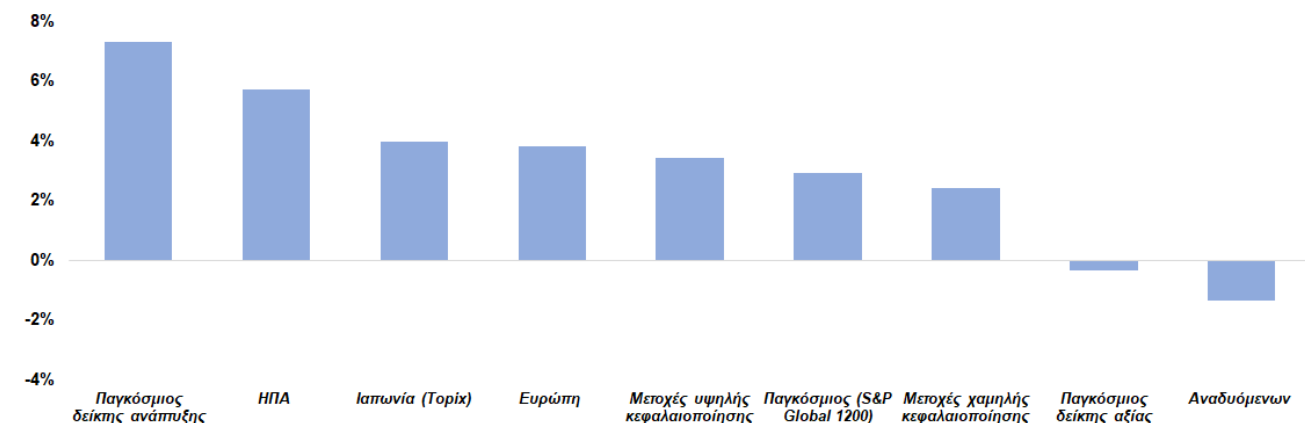
Τι σηματοδοτούν βασικοί παράγοντες για την πορεία των μετοχικών αγορών μεσοπρόθεσμα;

Η αυξημένη τιμή πετρελαίου, οι υψηλότερες αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων, το ενισχυμένο δολάριο και η κάμψη της παγκόσμιας οικονομίας τροφοδοτούν διόρθωση βραχυπρόθεσμα σε βασικές μετοχικές αγορές. Ωστόσο, διαφαίνεται ως πιθανότερο ότι η μεσοπρόθεσμη ανοδική κίνηση (6-12 μήνες) κύριων δεικτών μπορεί να διατηρηθεί, βασιζόμενη στην ανάκαμψη αναμενόμενων κερδών και στην ανθεκτική ήπια ανάπτυξη στις ΗΠΑ. Στην Ευρωζώνη σημειώνεται επιβράδυνση της ανάπτυξης. Η χαμηλή ανάπτυξη στην Ευρωζώνη ήταν το σύνηθες τις δυο προηγούμενες δεκαετίες (μέσος όρος: 1,2%) και παρά τη χαμηλή δραστηριότητα, ο δείκτης Ευρωζώνης Stoxx 50 είχε θετική ετήσια απόδοση (2003-2023: 6,5%).

Η τιμή του αργού πετρελαίου WTI κατέγραψε υψηλό (\$95/βαρέλι) από τον Αύγουστο του 2022, ωστόσο η ετήσια αύξηση το 2023 είναι περί του μακροπρόθεσμου μέσου όρου και πιθανόν δεν θα επιβαρύνει σημαντικά τη μεσοπρόθεσμη κίνηση της μετοχικής αγοράς. Η άνοδος της τιμής πετρελαίου το 2022 (μέσος όρος ετήσιας μεταβολής: 40%), είχε επιφέρει ανησυχία για την παγκόσμια οικονομία και αναταράξεις στις μετοχές, ωστόσο τότε ήταν κατά πολύ μεγαλύτερη της τρέχουσας.

Ανησυχητική για τη μετοχική αγορά βραχυπρόθεσμα, είναι η αύξηση της απόδοσης στη λήξη του 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ σε υψηλό (27/9: 4,64%) από το 2007, καθώς μειώνει τη σχετική ελκυστικότητα μετοχών έναντι κρατικών ομολόγων. Εφόσον το επιτόκιο αναφοράς της Fed έχει πλησιάσει στο υψηλότερο επίπεδο, πιθανόν η απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ θα αρχίσει να υποχωρεί και παράλληλα η παγκόσμια μετοχική αγορά είναι εφικτό να κινηθεί ανοδικά μεσοπρόθεσμα. Ο δείκτης δολαρίου ΗΠΑ έχει μειωθεί σε ετήσια βάση, ενώ το 2022 η αύξησή του είχε συμβαδίσει με επιβάρυνση επενδυτικού κλίματος. Όπως καταδεικνύεται από τον συντελεστή συσχέτισης 36 μηνών (-0,7) του δείκτη δολαρίου με τον παγκόσμιο μετοχικό δείκτη, το σχετικώς αδύναμο δολάριο μεσοπρόθεσμα συνήθως είναι υποστηρικτικό για τη μετοχική αγορά. Αν επιβεβαιωθεί η εκτίμηση για σταδιακή αποκλιμάκωση αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων, το δολάριο αναμένεται ασθενέστερο σταδιακά.

Βασικοί δείκτες χωρών και παγκόσμιοι δείκτες: Εκτιμήσεις κερδών 12 μηνών, αναθεώρηση έναντι εκτιμήσεων έξι μήνες πριν



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών (27/9), Bloomberg

**Προτιμήσεις κλάδων:
Ανθεκτικοί σε διόρθωση οι
αμυντικοί κλάδοι υγείας,
βασικών καταναλωτικών.
Ο κλάδος τεχνολογίας
ευνοείται μεσοπρόθεσμα
από την ανάκαμψη κερδών**

Στο διάστημα ήπιας διόρθωσης του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη S&P Global 1200 (31/7-27/9:- 7%), ανθεκτικότητα εμφάνισε ο κλάδος ενέργειας (3,5%) και ο αμυντικός κλάδος υγείας (-3,9%). Ο κλάδος ενέργειας ενισχύθηκε κατά 13% στο γ' τρίμηνο καθώς στο αντίστοιχο χρονικό διάστημα η τιμή του πετρελαίου αυξήθηκε κατά περίπου 33% (30/6-27/9). Η έκθεση στον κλάδο ενέργειας μπορεί να θεωρηθεί χρήσιμη ως αντιστάθμιση έναντι γεωπολιτικών κινδύνων. Ελκυστική η χαμηλή τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών (10 φορές), ωστόσο τα εκτιμώμενα κέρδη επόμενων 12 μηνών έχουν αναθεωρηθεί χαμηλότερα έναντι του υπερβολικά υψηλού (9/22) επιπέδου το 2022.

Ο παγκόσμιος κλάδος υγείας έχει σχετικώς υψηλή τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών (17, μέσος όρος 10 ετών: 17), ωστόσο ευνοείται σε διορθωτικά διαστήματα όπως στο πιο πρόσφατο και πιθανόν σε διαστήματα πλευρικής κίνησης της συνολικής αγοράς. Σε περίπτωση συνέχισης της τρέχουσας διόρθωσης, ο αμυντικός κλάδος βασικών καταναλωτικών αγαθών μπορεί να είναι ανθεκτικός, έχοντας ηπιότερη τιμή/αναμενόμενα κέρδη (17,5) έναντι του μέσου όρου δέκα ετών (19,3).

Θεωρώντας ότι σταδιακά η απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ θα είναι χαμηλότερη, είναι πιθανή η συνέχιση της ενίσχυσης του επιθετικού κλάδου τεχνολογίας μεσοπρόθεσμα. Ο παγκόσμιος τεχνολογικός δείκτης έχει εμφανίσει ανοδική αναθεώρηση εκτιμώμενων κερδών 12 μηνών στο χρονικό διάστημα των πιο προσφάτων σχεδόν έξι μηνών (31/3-27/9: περί το 13%). Τα εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών έχουν ανέλθει σε υψηλό από τον

Ιούλιο του 2022. Ο κλάδος τεχνολογίας διατηρεί την ισχυρότερη συνολική απόδοση (29%) από την αρχή του έτους, παρά τη διόρθωση που εμφάνισε στο χρονικό διάστημα 18/7-27/9 (-11%). Η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι υψηλή (23 φορές), που μπορεί να σημαίνει συχνές διορθώσεις. Μεσοπρόθεσμα ο κλάδος τεχνολογίας μπορεί να συνεχίσει ανοδικά, στηριζόμενος στην ανοδική τάση εκτιμώμενων κερδών, εφόσον επανέλθει η διάθεση για επιθετικότερες επενδύσεις.

Ο κλάδος επικοινωνίας διατηρεί τη δεύτερη ισχυρότερη απόδοση το τρέχον έτος (29%) και εμφανίζει την τρίτη ισχυρότερη αναθεώρηση (7%) εκτιμώμενων κερδών συγκριτικά με έξι μήνες πριν. Η ανοδική αναθεώρηση εκτιμώμενων κερδών 12 μηνών (11%) του παγκόσμιου κλάδου καταναλωτικών διαθέσιμου εισοδήματος συμβάλει στην ηπιότερη αποτίμηση, με τιμή/αναμενόμενα κέρδη πλησίον του μέσου όρου δέκα ετών (16 φορές).

Ο κλάδος κοινής ωφέλειας μπορεί να ανακάμψει μεσοπρόθεσμα, αν οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων είναι ηπιότερες. Η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι πλησίον της ελκυστικότερης τριών ετών.

Στο διορθωτικό διάστημα από τέλος Ιουλίου, ο παγκόσμιος δείκτης αξίας έχει λιγότερες απώλειες κατά περίπου 3% (ως 27/9) έναντι του δείκτη ανάπτυξης. Βραχυπρόθεσμα, ο δείκτης αξίας πιθανόν να συνεχίσει να είναι ανθεκτικότερος (ηπιότερη αποτίμηση, αμυντικότερος). Μεσοπρόθεσμα, αν επιβεβαιωθεί η εκτίμηση για ανοδική κίνηση της μετοχικής αγοράς, ο δείκτης ανάπτυξης πιθανόν να επανέλθει υψηλότερα, με στήριξη από την ενίσχυση εκτιμώμενων κερδών 12 μηνών σε πολυετές υψηλό.

Προτιμήσεις κλάδων

Ενδεικτική μεσοπρόθεσμη προοπτική παγκόσμιων κλάδων	Προτιμήσεις κλάδων			Μεταβολή έναντι προηγούμενου
	Αρνητική	Ουδέτερη	Θετική	
Τεχνολογικός			●	=
Χρηματοοικονομικός		●		=
Υγείας		●		=
Καταναλωτικών διαθέσιμου εισοδήματος		●		+
Βιομηχανικός		●		=
Βασικών καταναλωτικών			●	=
Επικοινωνιών		●		=
Ενέργειας		●		=
Α' υλών		●		=
Κοινής ωφέλειας		●		-
Αγοράς ακινήτων	●			=

Αναδυόμενες αγορές: Στην περίπτωση που το δολάριο και οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων ΗΠΑ υποχωρήσουν, πιθανή είναι η ανάκαμψη του δείκτη μεσοπρόθεσμα

Ο δείκτης MSCI αναδυόμενων αγορών καταγράφει συνολική υποχώρηση περί το -3,3% σε δολάριο στο γ' τρίμηνο, ωστόσο σε όρους ευρώ είναι σχεδόν αμετάβλητος. Συνυπολογίζοντας ότι κατά τη διάρκεια του γ' τριμήνου υπήρξαν επιβαρυντικές εξελίξεις για τον δείκτη αναδυόμενων, που περιλάμβαναν τις ανησυχίες για τον κλάδο ακινήτων και για χαμηλότερη της αναμενομένης ανάπτυξης στην Κίνα, το ενισχυμένο δολάριο και τις υψηλές αποδόσεις στη λήξη ομολόγων ΗΠΑ, η στασιμότητα του δείκτη αναδυόμενων μπορεί να θεωρεί περισσότερο ως ένδειξη ανθεκτικότητας παρά ως ένδειξη αδυναμίας. Προβληματίζει ότι δεν έχει καταγραφεί σημαντική ανάκαμψη εκτιμώμενων κερδών 12 μηνών, τα οποία διατηρούνται πλησίον του χαμηλού 2½ ετών που εμφάνισαν τον Μάιο.

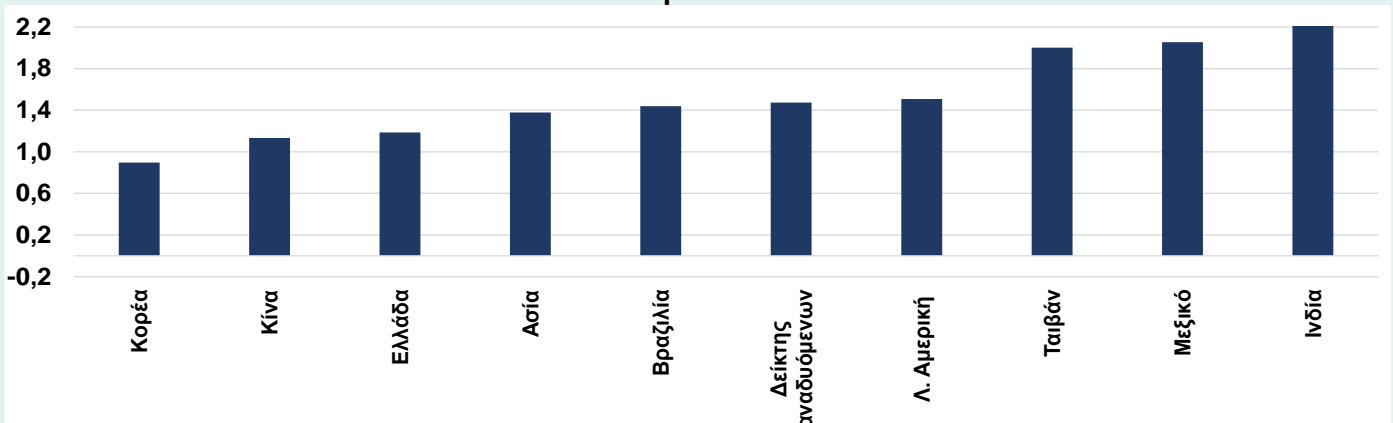
Ωστόσο, η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών του δείκτη αναδυόμενων είναι ελκυστική (12) περί τον μέσο όρο 10 ετών και είναι πιθανό ορισμένοι παράγοντες που επηρεάζουν τον δείκτη αναδυόμενων να κινηθούν υποστηρικτικά για τις αναδυόμενες μετοχικές αγορές μεσοπρόθεσμα. Αν επιβεβαιωθεί η εκτίμηση ότι η Fed ολοκληρώνει τις αυξήσεις επιτοκίων και αν σταδιακά υποχωρήσει η απόδοση στη λήξη του 10ετους ομολόγου ΗΠΑ, είναι πιθανόν το δολάριο να εξασθενήσει, στηρίζοντας τον δείκτη αναδυόμενων. Στην Ασία, ο συνολικός δείκτης MSCI και οι αγορές Κορέας και Κίνας εμφανίζουν σχετικώς ελκυστικό δείκτη τιμή/λογιστική αξία. Ο δείκτης Ασίας επωφελείται από τα συμπληρωματικά χαρακτηριστικά Κίνας και Ινδίας, που συνήθως έχουν

ως αποτέλεσμα όταν υπάρχουν αναταράξεις στην Κίνα να είναι ανθεκτική η Ινδία και το αντίστροφο. Στο γ' τρίμηνο, ο δείκτης Κίνας ήταν ευμετάβλητος, ενώ ο δείκτης Ινδίας συνέχισε ανοδικά (7% σε ευρώ). Στην Κίνα ο κλάδος ακινήτων βρίσκεται σε ύφεση, και η οικονομία εμφανίζει χαμηλότερη της αρχικώς αναμενομένης οικονομική ανάπτυξη. Ο δείκτης MSCI Κίνας κατέγραψε υποχώρηση κατά 12% (σε εγχώριο νόμισμα) στο διάστημα 31/7-27/9, καθώς οι δυσχέρειες αποπληρωμής υποχρεώσεων της εταιρείας ακινήτων country garden, επιβάρυναν το επενδυτικό κλίμα. Συνεχίζει να είναι παράγοντας ανησυχίας η αδυναμία του κινεζικού νομίσματος έναντι του δολαρίου, ενώ τα μέτρα στήριξης της οικονομίας που σταδιακά λαμβάνονται από την κινεζική κυβέρνηση, πιθανόν συμβάλουν σε ανάκαμψη βασικών δεικτών Κίνας.

Ο δείκτης Ινδίας ενδεχομένως βραχυπρόθεσμα είναι ευάλωτος, καθώς δεν έχει διορθώσει το τελευταίο εξάμηνο και έχει υψηλή τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών (20). Η μεσοπρόθεσμη ανοδική δυναμική της Ινδίας διατηρείται, καθώς τα εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών είναι πλησίον πολυετούς υψηλού και στο α' εξάμηνο ο μέσος όρος ετήσιας αύξησης του ΑΕΠ στην Ινδία ήταν ισχυρός (περί ο 7%).

Μεσοπρόθεσμα, οι χαμηλοί δείκτες τιμής/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών σε Λ. Αμερική (8,5) και Βραζιλία (8) είναι υποστηρικτικοί, με την υπόθεση ότι θα επανέλθει η γενικότερη διάθεση για επιθετικότερες επενδύσεις.

Βασικοί δείκτες αναδυόμενων: Η τιμή/λογιστική αξία είναι σχετικώς ελκυστική σε αγορές Ασίας και στην Ελλάδα



Ελληνική οικονομία: Ισχυρές επιδόσεις εν μέσω ενεργειακών προκλήσεων. Επενδυτική βαθμίδα μετά από 13 έτη

Ο οίκος DBRS αναβάθμισε το αξιόχρεο της Ελλάδας σε BBB (low), δηλαδή σε επενδυτική βαθμίδα μετά από 13 χρόνια. Ο οίκος Moody's αναβάθμισε την πιστοληπτική αξιολόγηση της χώρας σε Ba1 από Ba3 με σταθερές προοπτικές. Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το β' τρίμηνο σε ετήσια βάση διαμορφώθηκε στο 2,7% και σε τριμηνιαία βάση στο 1,3%. Οι επιπτώσεις των πρόσφατων φυσικών καταστροφών (πυρκαγιών, πλημμυρών) εκτός από τις προκλήσεις της δημοσιονομικής διαχείρισης αποτελούν και μακροπρόθεσμη πρόκληση σε επίπεδο τουριστικό, δημογραφικό και υποδομών. Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου εμφάνισε την 1^η Σεπτεμβρίου χαμηλό (3,67%) από τον Ιούνιο, στη συνέχεια ωστόσο λόγω και της περιοριστικής πολιτικής της ΕΚΤ ξεπέρασε το 4%, διαπραγματευόμενη στην περιοχή του 4,40%. Η κατάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας από τον οίκο DBRS είχε μικρή επίπτωση στην αγορά ομολόγων, με την αξιολόγηση από την S&P στις 20 Οκτωβρίου να αποτελεί το επόμενο ορόσημο. Ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός, ιδιαίτερα των τροφίμων και το ενεργειακό κόστος, η υψηλή εξάρτηση από τον τουρισμό και η πιθανή αδυναμία των οικονομιών σημαντικών εμπορικών εταίρων αποτελούν τις κυριότερες προκλήσεις για την ελληνική οικονομία το επόμενο διάστημα. Ο δείκτης

ASE κατέγραψε στις 27 Ιουλίου υψηλό (1.351,68) από το 2014. Στη συνέχεια διόρθωσε στην περιοχή των 1.200 μονάδων, κυρίως λόγω κατοχύρωσης κερδών, τα οποία από την αρχή του έτους διαμορφώνονται πλησίον του 30%.

Γιατί μια περαιτέρω άνοδος της τιμής πετρελαίου αποτελεί τροχοπέδη για την ανάπτυξη της ελληνικής οικονομίας; Πρώτον, θα εντείνει τις πληθωριστικές πιέσεις που πλήττουν την ήδη επιβαρυσμένη αγοραστική δύναμη νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Δεύτερον, αν συνεχιστεί θα επηρεάσει ανοδικά και τις αποδόσεις στη λήξη των ελληνικών ομολόγων. Τρίτον, τα περιθώρια για στήριξη παρουσιάζονται περιορισμένα και μόνο για ευάλωτες ομάδες, λόγω δέσμευσης επίτευξης δημοσιονομικών στόχων. Τέλος, οι αυξημένες τιμές πετρελαίου θα επηρεάσουν τη δυναμική οικονομιών σημαντικών εμπορικών εταίρων μας, ειδικά στην Ευρωζώνη με αποτέλεσμα την κάμψη των διμερών συναλλαγών. Σε δύο πρόσφατες απότομες ανοδικές κινήσεις της τιμής του πετρελαίου κατά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το χρονικό διάστημα 18/2/2022-07/03/2022 που η τιμή αυξήθηκε περί το 26%, ο Γ.Δ. υποχώρησε κατά 14%. Αντίστοιχα, φέτος το καλοκαίρι το διάστημα 27/7 έως 28/9 που η τιμή Brent αυξήθηκε κατά 15% ο δείκτης διόρθωσε περί το 10%.

Τιμή χρηματιστηριακού δείκτη ASE και πετρελαίου Brent 2022-2023

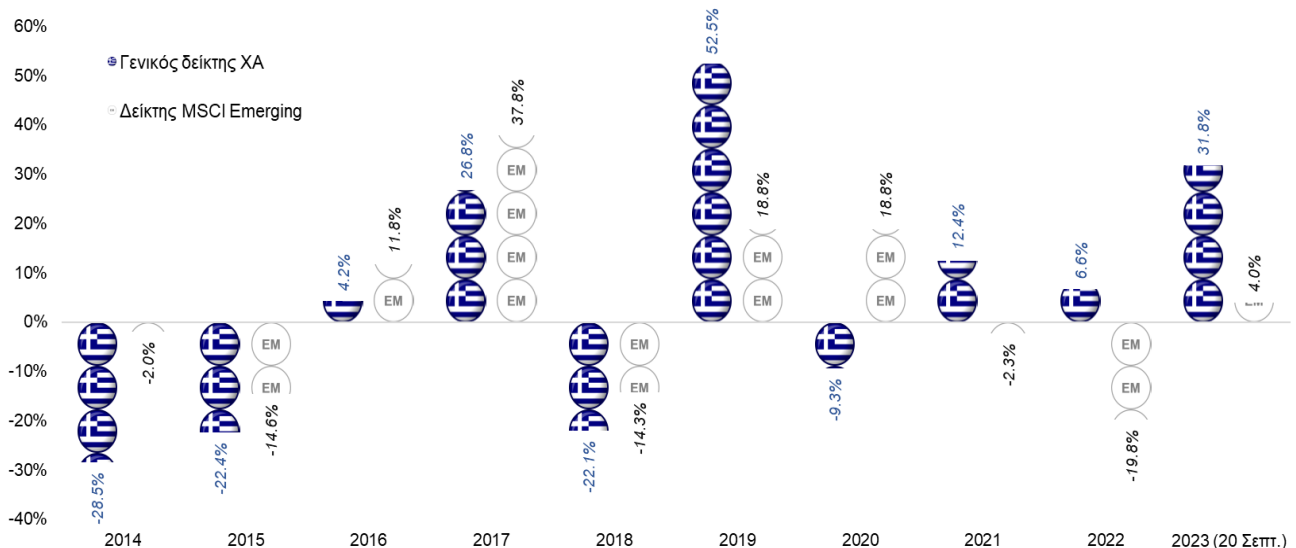


Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Μπορούν η ελληνική οικονομία και αγορά να υπεραποδώσουν μεταξύ των αναδυόμενων αγορών;

Την τελευταία δεκαετία η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά εμφάνισε έντονη μεταβλητότητα και υπέστη σημαντικές αλλαγές (ανακεφαλαιοποίηση τραπεζών, κεφαλαιακούς ελέγχους, κίνδυνο εξόδου από την Ευρωζώνη, γεωπολιτικές εντάσεις κ.α.). Η πρόσφατη άνοδος έχει γεφυρώσει το χάσμα συγκριτικά με τις αναδυόμενες αγορές, γεγονός που δημιουργεί αισιοδοξία. Στο χρονικό διάστημα από 20/9/2013 μέχρι 20/9/2023 ο γενικός δείκτης τιμών κατέγραψε συνολική απόδοση 47,44%, υποαποδίδοντας του δείκτη MSCI Emerging, ο οποίος σημειώνει συνολική απόδοση σε ευρώ περί το 60%. Η ελληνική χρηματιστηριακή αγορά μπορεί να υπεραποδώσει πλέον μεταξύ των αναδυόμενων αγορών εξαιτίας ενός συνδυασμού θεμελιωδών μεγεθών, χαμηλής βάσης εκκίνησης, υποστήριξης από πόρους της Ε.Ε. και τεχνικών χαρακτηριστικών. Ο Γ.Δ. εμφανίζει δείκτη κερδών ανά μετοχή για τους επόμενους δώδεκα μήνες περί το 8,5, χαμηλότερα του μέσου όρου 10 ετών (12,62), ενώ ο δείκτης MSCI Emerging πλησίον του 12, ελαφρώς υψηλότερα από τον μέσο όρο 10 ετών (11,78). Η μερισματική απόδοση του Γ.Δ. τους επόμενους δώδεκα μήνες αναμένεται υψηλότερη (4,3%) του MSCI Emerging (3,1%). Επιπρόσθετα και σε επίπεδο τιμής προς λογιστικής αξίας η ελληνική αγορά εμφανίζεται ελκυστικότερη (1,11) έναντι των αναδυόμενων (1,51). Η ελληνική αγορά προσφέρει σχετική σταθερότητα λόγω της μικρότερης μεταβλητότητας του νομίσματός της (ευρώ) συγκριτικά με νομίσματα χωρών αναδυόμενων αγορών. Η εκτιμώμενη μεγαλύτερη ανάπτυξη της οικονομίας από τον ευρωπαϊκό μέσο όρο για τα επόμενα έτη, η ταχεία αποκλιμάκωση του χρέους και οι επενδύσεις σε υποδομές και παρεμφερείς τομείς είτε με ιδιωτικούς είτε με πόρους του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας προσδίδουν θετικές μακροοικονομικές προοπτικές για την Ελλάδα. Παράλληλα, η κατάκτηση της επενδυτικής βαθμίδας και μια σειρά θεσμικών παρεμβάσεων πιθανόν να οδηγήσουν την ελληνική αγορά το 2025 στις ανεπτυγμένες αγορές. Η κίνηση αυτή θα οδηγήσει σε προσέλκυση υψηλότερων κεφαλαίων που συνήθως χρηματιστηριακά προεξοφλείται. Οι προκλήσεις που αντιμετωπίζει η ελληνική αγορά ωστόσο, αφορούν κυρίως την ενεργειακή εξάρτηση, την ευαλωτότητα σε περιβαλλοντικές μεταβολές και ενδεχόμενες επιπτώσεις σε τουρισμό και υποδομές, τον θεσμικό μετασχηματισμό και τα υψηλά επίπεδα χρέους σε απόλυτους όρους.

Ετήσιες συνολικές αποδόσεις ASE- MSCI Emerging markets Index, 2014-2023



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg (20/9/2023)

Πετρέλαιο- Τιμές Ενέργειας

Ιδιαίτερως αυξημένη η τιμή πετρελαίου. Στις 28 Σεπτεμβρίου, η τιμή του ΣΜΕ WTI κατέγραψε υψηλό (\$95/βαρέλι) από τον Νοέμβριο του 2022. Η τιμή καταγράφει άνοδο πλέον και σε ετήσια βάση εντείνοντας τις πληθωριστικές πιέσεις. Η Σαουδική Αραβία και η Ρωσία αποφάσισαν να επεκτείνουν τις εθελοντικές περικοπές στην παραγωγή έως τέλος του έτους κατά 1 εκατ. βαρέλια και 300.000 αντίστοιχα σε ημερήσια βάση. Το γεγονός αυτό πυροδότησε ανησυχίες για έλλειμμα προσφοράς το δ' τρίμηνο του 2023. Οι εκτιμήσεις του ΟΠΕΚ, της Διεθνούς Επιτροπής Ενέργειας και του Υπουργείου Ενέργειας των ΗΠΑ διαφέρουν ως προς το μέγεθος του ελλείμματος, ωστόσο συγκλίνουν στο ότι υφίσταται. Την άνοδο της τιμής περιορίζουν η ενδυνάμωση του δολαρίου και η αυξημένη παραγωγή σχιστολιθικού αερίου.

Παραμένουμε ουδέτεροι για την τιμή πετρελαίου μετά την πρόσφατη ανοδική κίνηση. Αν και λόγω ελλείμματος προσφοράς η τιμή μπορεί να συντηρεί την ανοδική της δυναμική, διατηρήσιμη κίνηση για υψηλότερα επίπεδα θα πρέπει να υποστηρίζεται από την πλευρά της ζήτησης. Στο πλαίσιο αυτό παρακολουθούμε την πορεία της κινεζικής οικονομίας και τις επιπτώσεις της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής σε κύριες ανεπτυγμένες οικονομίες. Στήριξη εμφανίζεται στα \$88,1/βαρέλι (ΚΜΟ 21 ημερών) και στα \$80/βαρέλι. Αντίσταση εντοπίζεται στα \$97,6/βαρέλι (υψηλό 8/2022). Η τιμή ΣΜΕ ευρωπαϊκού φυσικού αερίου παραμένει ευμετάβλητη, καθώς έχουν ενισχυθεί οι ανησυχίες για τον ενεργειακό εφοδιασμό της Ευρώπης σε LNG. Ωστόσο, οι περισσότερες χώρες ξεκινούν τον χειμώνα με υψηλότερα του μέσου όρου ποσοστά αποθήκευσης.

Χρυσός – Βασικά Μέταλλα

Η άνοδος των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων και η ενδυνάμωση του δολαρίου ΗΠΑ προκαλούν πιέσεις στην τιμή χρυσού. Στις 20 Ιουλίου η τιμή σημείωσε υψηλό (\$1.987,52/ουγγιά) από τον Μάιο για να υποχωρήσει στη συνέχεια σε χαμηλό (27/9: \$1.870/ουγγιά) έξι μηνών. Στήριξη εντοπίζεται στα \$1.850/ουγγιά και στην περιοχή των \$1.810/ουγγιά, ενώ αντίσταση στα \$1.987/ουγγιά και

στα \$2.018/ουγγιά (υψηλό 16/5). Αναγνωρίζουμε θετικές τις μεσοπρόθεσμες προοπτικές του χρυσού, επισημαίνοντας τον αντισταθμιστικό του ρόλο στα χαρτοφυλάκια. Παραμένουμε επιφυλακτικοί στα βασικά μέταλλα βραχυπρόθεσμα λόγω αναμενόμενης χαμηλής ζήτησης ιδιαίτερα από την Κίνα.

Ισοτιμία ευρώ/δολάριο

Σε καθοδική τάση η ισοτιμία ευρώ/δολάριο κυρίως λόγω διεύρυνσης του επιτοκιακού πλεονεκτήματος του δολαρίου, της ανθεκτικότητας της οικονομίας των ΗΠΑ συγκριτικά με την οικονομία της Ευρωζώνης και του επιδεινωμένου επενδυτικού κλίματος. Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο κατέγραψε στις 27 Σεπτεμβρίου χαμηλό (\$1,0488) από αρχές Ιανουαρίου. Σε περίπτωση που συνεχίζουν να ανακοινώνονται αδύναμα τα οικονομικά στοιχεία στην Ευρωζώνη, η ΕΚΤ αναμένεται να σταματήσει τις αυξήσεις των επιτοκίων. Αντίθετα, η Fed εκτιμάται ότι θα προβεί σε μία ακόμα αύξηση των επιτοκίων έως το τέλος του έτους.

Το ευρώ βραχυπρόθεσμα αναμένεται να παραμείνει υπό πίεση όσο συντηρείται το επιτοκιακό πλεονέκτημα του δολαρίου. Προσεγγίζοντας ωστόσο σημαντικά σημεία στήριξης αναμένεται να αντιδράσει ανοδικά. Μεσοπρόθεσμα, η ισοτιμία αναμένεται να παρουσιάσει ανάκαμψη, καθώς σε περίπτωση που συνεχιστεί η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η Fed εκτιμάται ότι θα ξεκινήσει πρώτη τις μειώσεις των επιτοκίων. Παράλληλα σύμφωνα με τη θεωρία της αγοραστικής δύναμης (PPP) το ευρώ εμφανίζεται υποτιμημένο. Στήριξη για την ισοτιμία εντοπίζεται στην περιοχή των \$1,0400 και \$1,0290 (χαμηλό 11/22). Αντίσταση εντοπίζεται στα \$1,0820 (ΚΜΟ 200 ημερών) και στα \$1,0940.

Ισοτιμία στερλίνα/δολάριο

Η Τράπεζα της Αγγλίας (ΤτΑ) στη σύσκεψη του Σεπτεμβρίου διατήρησε αμετάβλητο το επιτόκιο με οριακή πλειοψηφία στο 5,25%, τονίζοντας ωστόσο ότι η περιοριστική νομισματική πολιτική θα πρέπει να παραμείνει όσο οι πληθωριστικές πιέσεις είναι επίμονες. Η ισοτιμία στερλίνα/δολάριο κατέγραψε στις 27/9 χαμηλό (\$1,2111) από τον Μάρτιο. Αντίσταση για την ισοτιμία εντοπίζεται στα \$1,2435 (ΚΜΟ 200 ημερών) και \$1,2780, ενώ στήριξη στα \$1,2000 και \$1,1800 (χαμηλό 08/03).

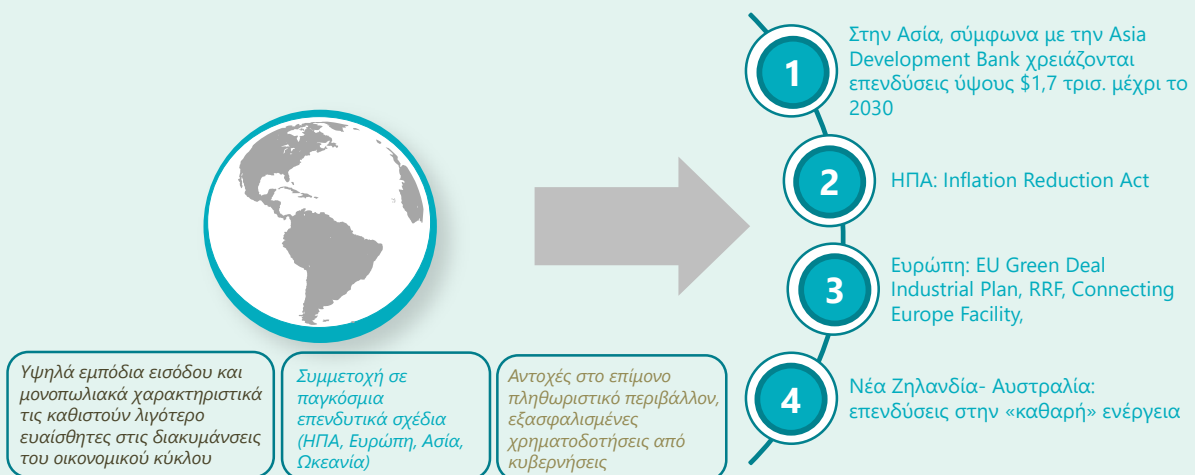
Θεματικές επιλογές: Γιατί οι επενδύσεις σε υποδομές παγκοσμίως ξεχωρίζουν

Οι επενδύσεις σε υποδομές αποτελούν αξιόπιστη εναλλακτική στο τρέχον περιβάλλον επίμονου πληθωρισμού και αδύναμης ανάπτυξης. Συνδυάζουν πλεονεκτήματα γεωγραφικής και κλαδικής διαφοροποίησης, καινοτομίας καθώς πραγματοποιούνται με πρωτοπόρα τεχνολογία και ελκυστικότητα λόγω σταθερών ροών εσόδων.

Η κλιματική αλλαγή και οι επιπτώσεις της έχουν καταστήσει επιτακτική την ανάγκη κατασκευής υποδομών ή ανακαίνισής τους παγκοσμίως. Αντιπλημμυρικά έργα, παρεμβάσεις σε οδικό και σιδηροδρομικό δίκτυο, αλλά και η υιοθέτηση φιλικών προς το περιβάλλον επιλογών που χρησιμοποιούν οι λεγόμενες «έξυπνες πόλεις» ενισχύουν τη σημασία των υποδομών. Η αναζήτηση «καθαρής ενέργειας» αποτελεί διαρκή προτεραιότητα κρατών και ιδιωτών για την επίτευξη στόχων περιορισμού του ενεργειακού τους αποτυπώματος, γεγονός που συντηρεί τις επενδύσεις σε υποδομές. Το διαρκώς μεταβαλλόμενο γεωπολιτικό περιβάλλον, το οποίο αναδιαμορφώνει τις στρατηγικές επιλογές κρατών ευνοεί τις επενδύσεις σε υποδομές. Στην πρόσφατη σύνοδο G20 στην Ινδία επισημάνθηκε η σημασία συνέχισης της Συνεργασίας για Υποδομές και Επενδύσεις (PGII), αλλά και η επέκταση της συνεργασίας και εμπορίου με την Ινδία ως αντίβαρο στην κινεζική εμπορική δραστηριότητα (Chinese Belt and Road Initiative). Οι επενδύσεις αυτές, όπως και γενικότερα των υποδομών έχουν εξασφαλισμένη

χρηματοδότηση, ανθεκτικότητα στα υψηλά επιτόκια και δημιουργούν θέσεις απασχόλησης σε περιβάλλον αναιμικής ανάπτυξης. Στην Ευρώπη, συνεχίζεται η κατασκευή μονάδων υποδοχής και αποθήκευσης υδροποιημένου φυσικού αερίου, αλλά και δικτύων μεταφοράς ενέργειας. Παράλληλα, έχει εκκινήσει η συζήτηση περί βιομηχανικού μετασχηματισμού. Η ανάγκη ενεργειακής αυτόρκειας και εμπορικής απεξάρτησης από την Κίνα αναμένεται να ευνοήσει επενδύσεις από τηλεπικοινωνίες μέχρι τη μεταποίηση. Η Ευρώπη ταυτόχρονα υλοποιεί και προγράμματα όπως το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, αλλά και το Connecting Europe Facility που εξειδικεύεται στις μεταφορές. Στην Ασία, η προβληματική αγορά ακινήτων της Κίνας αναμένεται να επιταχύνει επενδύσεις σε υποδομές όπως λιμάνια, έργα οδοποιίας, ενέργεια προκειμένου να τονωθεί η ανάπτυξη. Στις ΗΠΑ το σχέδιο Inflation Reduction Act συνεχίζεται δίνοντας έμφαση στις επενδύσεις σε υποδομές και ενέργεια. Στη Νέα Ζηλανδία, η κυβέρνηση ανακοίνωσε τη δημιουργία Climate Infrastructure Fund, το οποίο θα επενδύει σε πράσινο υδρογόνο, αιολική και ηλιακή ενέργεια και τρόπους αποθήκευσής της. Ο δείκτης S&P Infrastructure υποχωρεί (27/9: -6,2%) από την αρχή του έτους προσφέροντας ελκυστικό σημείο για μεσοπρόθεσμες τοποθετήσεις. Ο δείκτης κερδών ανά μετοχή για τους επόμενους 12 μήνες διαμορφώνεται περί το 15, χαμηλότερα από τον μέσο όρο των τελευταίων 10 ετών (18,59).

Γιατί να επενδύει κάποιος σε υποδομές



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών

Προοπτική Διεθνών Αγορών και Μακροοικονομικών Μεγεθών

Τρέχον: τιμή κλεισίματος στις 27 Σεπτεμβρίου 2023

Ο κατωτέρω πίνακας αποτελεί σύνοψη των προβλεπόμενων τάσεων διεθνών αγορών και μακροοικονομικών μεγεθών για τα εν λόγω διαστήματα προκειμένου να αποτυπώσει τις τάσεις που διακρίνουμε στο πλαίσιο της επενδυτικής διαδικασίας. Συνεπώς, δεν θα πρέπει να θεωρείται ότι αποτελεί μεμονωμένα σύσταση για αγορά ή πώληση υποκείμενων τίτλων με συγκεκριμένη τιμή στόχο για τα μεγέθη που σχετίζονται και καταγράφονται επί αυτού.

ΑΕΠ ετήσια μεταβολή (%)			Αγορά Συναλλάγματος				
	*2023	*2024	Τρέχον	Q4 23	Q1 24	Q3 24	
ΗΠΑ	2,2	1,3	EUR/USD	1,0503	1,0700	1,0900	1,1200
Ευρωζώνη	0,6	1,1	USD/JPY	149,63	147,00	144,00	142,00
Μ. Βρετανία	0,3	0,8	GBP/USD	1,2135	1,2200	1,2300	1,2600
Ιαπωνία	1,8	1,0	USD/CHF	0,9213	0,9100	0,9100	0,9200
Κίνα	5,1	4,6					

*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Σεπτέμβριος 2023

Πληθωρισμός (%)			Αγορά Κρατικών Ομολόγων (απόδοση στη λήξη 10ετούς ομολόγου %)		
	*2023	*2024	Τρέχον	Δεκ. 23	
ΗΠΑ	3,8	2,6	ΗΠΑ	4,61	4,30
Ευρωζώνη	5,5	3,0	Γερμανία	2,84	2,70
Μ. Βρετανία	7,2	2,9	Μ. Βρετανία	4,35	4,20
Ιαπωνία	3,1	2,1	Ιαπωνία	0,74	0,85
Κίνα	0,5	1,3			

*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Σεπτέμβριος 2023

Επιτόκιο Κεντρικής Τράπεζας (%)			Αγορά Εμπορευμάτων και Ενέργειας		
	Τρέχον	Σε 12 μήνες	Τρέχον	Δεκ. 23 (εκτ. Bloomberg)	
Fed (άνω εύρος)	5,50	5,50	WTI	\$93,68	\$80
EKT (αναφοράς)	4,50	4,50	Gold	\$1.875	\$1.967
Τράπεζα Αγγλίας	5,50	5,75	Copper	\$8.114	\$8.400
Τράπεζα Ιαπωνίας	-0,10	0,00			

Μετοχικοί Δείκτες					
	Τρέχον	**Δεκ. 23	Συνολική απόδοση 3 μηνών	Συνολική απόδοση 1 έτους	Συνολική απόδοση 3 ετών
S&P 500	4.274	4.435	-2,0%	18,9%	35,8%
Stoxx 600	447	463	-0,8%	19,0%	38,4%
Nikkei	32.371	36.137	-0,3%	25,3%	47,9%
MSCI EM	957	1.195	-3,7%	10,0%	-2,5%

**Διάμεσος εκτίμηση αναλυτών (Bloomberg) τέλος 2023 (S&P 500, Stoxx 600 Ευρώπης), 12-μήνες (Nikkei, Δείκτης αναδυόμενων).

Κατανομή Επενδύσεων: Κατάλληλες επιλογές ανθεκτικότητας όπως ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας και μετοχές με χαρακτηριστικά ποιότητας

Η αβεβαιότητα για τη δυναμική της οικονομίας σε συνδυασμό με την κορύφωση του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων δικαιολογούν ουδέτερη στάση. Κατάλληλες κρίνονται οι επιλογές ανθεκτικότητας όπως ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας και μετοχές με χαρακτηριστικά ποιότητας, καθώς οι αυστηρές πιστωτικές συνθήκες αναμένεται να επηρεάσουν αρνητικά την οικονομία και ορισμένα εταιρικά μεγέθη.

Μετοχές: Η αμερικανική οικονομία διατηρεί αναπτυξιακή δυναμική ελαφρώς χαμηλότερη του μακροπρόθεσμου μέσου όρου, αναμένεται παύση αύξησης επιτοκίων και τα εκτιμώμενα κέρδη ανακάμπτουν. Κατά την τρέχουσα διορθωτική κίνηση δίνεται η δυνατότητα αύξησης επενδύσεων με την εκτίμηση ότι μεσοπρόθεσμα οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων θα υποχωρήσουν και η μετοχική αγορά θα ενισχυθεί. Διατηρείται ουδέτερη η στάθμιση σε Ευρώπη και Ιαπωνία. Η χαμηλή οικονομική δραστηριότητα στην Ευρώπη προβληματίζει, ωστόσο εξισορροπείται από τις εκτιμήσεις για σχετικές ικανοποιητική κερδοφορία και από την εκτίμηση ότι στην Ευρωζώνη η ενδεχόμενη παύση αύξησης επιτοκίων θα συμβάλει στο να διατηρηθούν σχετικώς ήπιες οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων. Η Ιαπωνία διατηρεί σχετικώς ισχυρή τάση, χωρίς σημαντικό αντίκτυπο από την πρόσφατη αύξηση αποδόσεων στη λήξη ομολόγων. Οριακά υπόβαρη η στάθμιση στις αναδυόμενες. Διατηρείται η έμφαση σε Ασία (Ινδία, Κίνα) και Ελλάδα. Το οικονομικό περιβάλλον ενισχύει την ελκυστικότητα μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης και ποιότητας.

Ομόλογα: Περαιτέρω αύξηση των πραγματικών αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας

αναμένεται να ενισχύσει τη ζήτηση. Υπέρβαρη θέση για τα κρατικά ομόλογα, καθώς αναμένεται να υπεραποδώσουν σε περίπτωση ενίσχυσης των καθοδικών κινδύνων για την οικονομία και ολοκλήρωσης των αυξήσεων των επιτοκίων των Κεντρικών Τραπεζών. Ελκυστικά κρίνονται τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης λόγω του υψηλού επιτοκιακού εσόδου και διατήρησης των ισχυρών θεμελιωδών στοιχείων των εταιρειών. Υπόβαρη στάθμιση για τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων, καθώς σταδιακά αυξάνεται το ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων και το 2024 θα είναι αυξημένες οι ανάγκες αναχρηματοδότησης. Προτιμότερη επιλογή κρίνονται τα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Υπόβαρη θέση για ομόλογα αναδυόμενων αγορών λόγω αβεβαιότητας για την οικονομία της Κίνας και ενίσχυσης του δολαρίου.

Εναλλακτικές επενδύσεις: Ουδέτερη στάθμιση για τις τιμές ενέργειας, καθώς η ανησυχία από την έλλειψη προσφοράς μετριάζεται από τον προβληματισμό για την επίπτωση στη ζήτηση λόγω της περιοριστικής πολιτικής. Διατηρούμε επιφυλακτική στάση για τις τιμές των βασικών μετάλλων, καθώς η ζήτηση από την Κίνα δεν ανταποκρίνεται στις αρχικές προσδοκίες. Παραμένουμε θετικοί για τον χρυσό, ο οποίος διαδραματίζει και αντισταθμιστικό ρόλο στα χαρτοφυλάκια. Ουδέτερη στάθμιση σε εναλλακτικές στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου. Σε περίπτωση ενίσχυσης της μεταβλητότητας ενδεχομένως να προσφέρουν διαφοροποίηση.

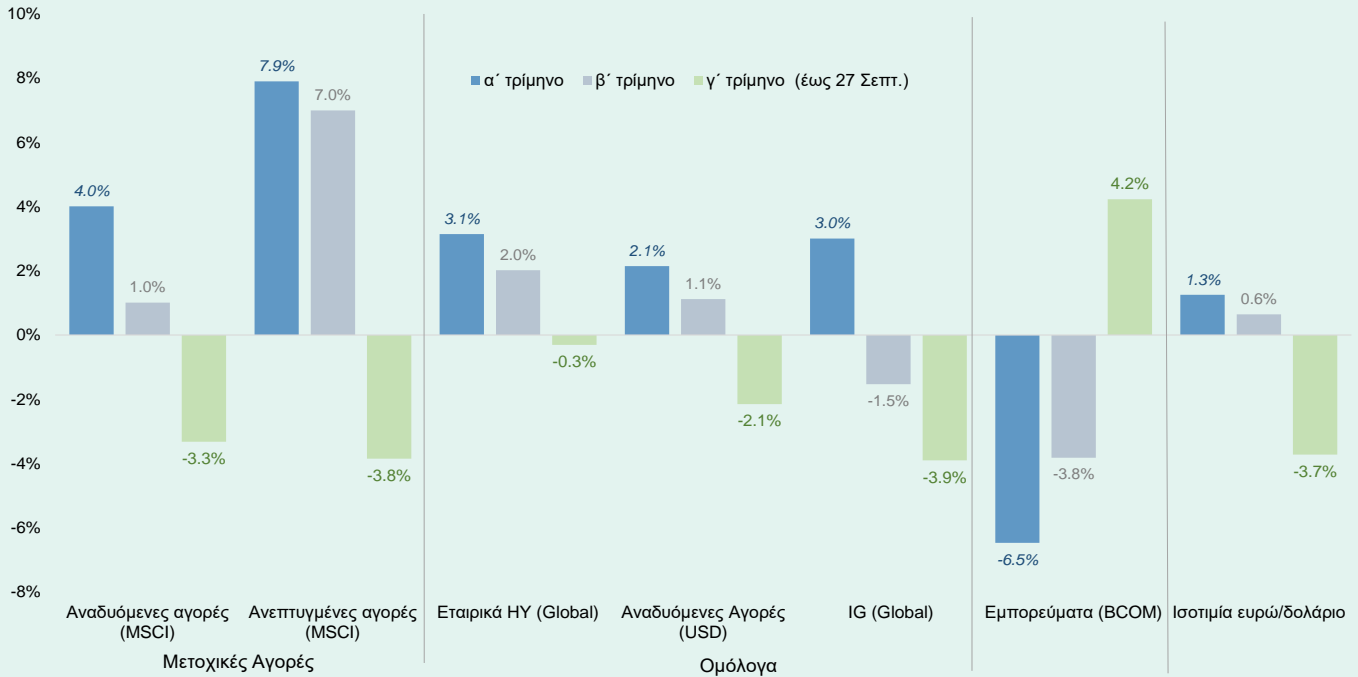
Ρευστότητα: Παραμένει ελαφρώς υπέρβαρη η στάθμιση σε ρευστότητα, καθώς είναι αυξημένες οι αποδόσεις των μέσων χρηματαγοράς και η μεταβλητότητα των αγορών είναι υψηλή.

Ενδεικτική Κατανομή Επενδύσεων για μεσοπρόθεσμο ορίζοντα

Ενδεικτική μεσοπρόθεσμη στάθμιση	Υπόβαρη	Ουδέτερη	Υπέρβαρη	Μεταβολή έναντι προηγούμενου
Μετοχές		●		+
- ΗΠΑ		●		+
- Ευρώπη		●		=
- Ιαπωνία		●		=
- Αναδυόμενες Αγορές	●			-
Ομόλογα			●	=
- Κρατικά			●	=
- Εταιρικά Επενδυτικής διαβάθμισης			●	=
- Εταιρικά Υψηλών αποδόσεων	●			=
- Αναδυόμενων αγορών	●			=
Εναλλακτικές Επενδύσεις		●		=
- Ενέργεια		●		+
- Πολύτιμα μέταλλα			●	=
- Βασικά μέταλλα	●			=
- Εναλλακτικές στρατηγικές		●		-
Ρευστότητα			●	=

Αποδόσεις βασικών επενδυτικών κατηγοριών

Συνολική απόδοση σε τοπικά νομίσματα επενδυτικών κατηγοριών 2023 (ανά τρίμηνο)



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Αρνητικό το κλίμα για τις μετοχικές αγορές το γ' τρίμηνο του έτους εξαιτίας της αβεβαιότητας για τη δυναμική της οικονομίας και του περιορισμού της ελκυστικότητας λόγω περαιτέρω ανόδου των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων. Η εκτίμηση ότι τα επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών θα παραμείνουν σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα επηρέασε αρνητικά τις τιμές των κρατικών ομολόγων. Η τιμή του πετρελαίου παρουσίασε σημαντική ανάκαμψη κατά το γ' τρίμηνο κυρίως λόγω της ανησυχίας για έλλειμμα στην παγκόσμια προσφορά πετρελαίου μετά την επέκταση των περικοπών στην παραγωγή πετρελαίου από τη Σαουδική Αραβία και τη Ρωσία έως το τέλος του έτους. Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο κατέγραψε στις 27 Σεπτεμβρίου χαμηλό (\$1,0488) από αρχές Ιανουαρίου λόγω διεύρυνσης του επιτοκιακού πλεονεκτήματος του δολαρίου.

Για να παρακολουθήσετε τη σύνοψη της τριμηνιαίας έκθεσης [Δείτε το βίντεο](#)

Για να διαβάσετε την τριμηνιαία αναφορά σε μορφή infographic [πιέστε εδώ](#)

Navigator, Διεθνείς Αγορές και Επενδυτική Στρατηγική 210-3268410 marketanalysis@alpha.gr

Πάνος Ρεμούνδος	panos.remoundos@alpha.gr
Κων/νος Αναθρεπτάκης, CFA	konstantinos.anathreptakis@alpha.gr
Μαρία Κουτουζή	maria.koutouzi@alpha.gr
Ιωάννης Κουραβέλος, CFA	ioannis.kouravelos@alpha.gr
Νικόλαος Σακαρέλης	nikolaos.sakarelis@alpha.gr

Ρήτρα Αποποίησης Ευθύνης: Η παρούσα ανάλυση συνιστά ενημερωτική παρουσίαση των διεθνών αγορών και της επενδυτικής στρατηγικής, αφορά στο χρονικό διάστημα για το οποίο αυτή έχει συνταχθεί από τα στελέχη της Τραπέζης και παρατίθεται για πληροφοριακούς και μόνον λόγους. Τα δεδομένα που περιλαμβάνονται σε αυτήν, οι απόψεις, οι τιμές, τα ποσά ή/και επιτόκια καθώς και κάθε προφορική ή γραπτή ανάλυση είναι ενδεικτικές, αντανακλούν καλόπιστα γενόμενες παραδοχές και εκτιμήσεις μας, όπως και τη διαθεσιμότητα σε μας πληροφορία για τα σχετικά δεδομένα της αγοράς, έχουν ληφθεί από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες και έχει καταβληθεί κάθε δυνατή επιμέλεια για την ορθή επεξεργασία τους, ωστόσο, δεν έχουν επαληθευτεί από την Τράπεζα, δεν παρέχεται καμία εγγύηση, ρητή ή σιωπηρή, για την ακρίβεια, πληρότητα ή εγκυρότητα τους και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν προσφορά για κατάρτιση συναλλαγών επ' αυτών. Ως εκ τούτου, δεν παρέχουμε οποιαδήποτε διαβεβαίωση, ότι οι παραδοχές και εκτιμήσεις μας είναι οι μόνες σωστές, ή ότι η διαθεσιμότητα σε μας πληροφορία είναι πλήρης και ακριβής. Οι απόψεις, που διατυπώνονται στην παρούσα, ισχύουν κατά τη χρονική στιγμή εκδόσεως αυτής, αποτελούν δε προσωπικές εκτιμήσεις των αντίστοιχων αναλυτών της Τραπέζης και προς τούτο υπόκεινται σε αναπροσαρμογή, χωρίς οποιαδήποτε προειδοποίηση, ανάλογα με τις εκάστοτε ισχύουσες συνθήκες της αγοράς. Οι πληροφορίες που περιέχονται στο παρόν, δεν παρέχονται υπό τη μορφή επενδυτικής συμβουλής ή συστάσεως και ως εκ τούτου δεν έχουν ληφθεί υπόψη παράγοντες όπως, η γνώση, η εμπειρία, η χρηματοοικονομική κατάσταση και οι επενδυτικοί στόχοι και δεν έχουν ελεγχθεί για πιθανή φορολόγηση του εκδότη στην πηγή ούτε και για άλλη, περαιτέρω, φορολογική συνέπεια εκ της συμμετοχής σ' αυτά, τόσο δε η Τράπεζα όσο και οι διευθυντές, τα στελέχη και οι εργαζόμενοι σε αυτή δεν φέρουν καμία ευθύνη για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση απώλεια ή ζημία που μπορεί να προκύψει από τη χρήση του παρόντος εντύπου. Τα δεδομένα της παρούσης αναλύσεως δεν συνιστούν εγγύηση ή ένδειξη για την μελλοντική απόδοση οποιουδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου, ισοτιμίας, νομίσματος ή άλλου εμπορικού ή οικονομικού παράγοντα, την πραγματοποίηση αποδόσεων επί του εκάστοτε διαμορφούμενου επενδυτικού χαρτοφυλακίου ούτε επί των επιμέρους διαλαμβανόμενων χρηματοπιστωτικών μέσων και ως εκ τούτου η Τράπεζα ή/και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα δεν ευθύνονται για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση ζημία απορρέουσα από την χρήση των παραπάνω στοιχείων. Απαγορεύεται η αναπαραγωγή, αντιγραφή, επανекτύπωση ή μετάδοση του παρόντος εντύπου για οποιοδήποτε σκοπό, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια του εκδότη ως δικαιούχου των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας επ' αυτού. Εάν έχετε λάβει το παρόν έντυπο εκ παραδρομής ή δεν είστε ο παραλήπτης στον οποίο απευθύνεται η παρούσα, παρακαλούμε να ενημερώσετε το τμήμα που σας την έστειλε, να μην την χρησιμοποιήσετε, να μην την αντιγράψετε, να μην την διανείμετε, να μην την μεταδώσετε ή να μην την αντιγράψετε μέρος ή το σύνολο αυτού ή συνημμένα σε αυτό έγγραφο. Η παρούσα ανάλυση δεν συνιστά έρευνα στον τομέα των επενδύσεων κατά την έννοια της ισχύουσας νομοθεσίας και ως εκ τούτου δεν έχει συνταχθεί σύμφωνα ούτε τηρεί τις απαιτήσεις του νόμου για τη διαφάνεια της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων.