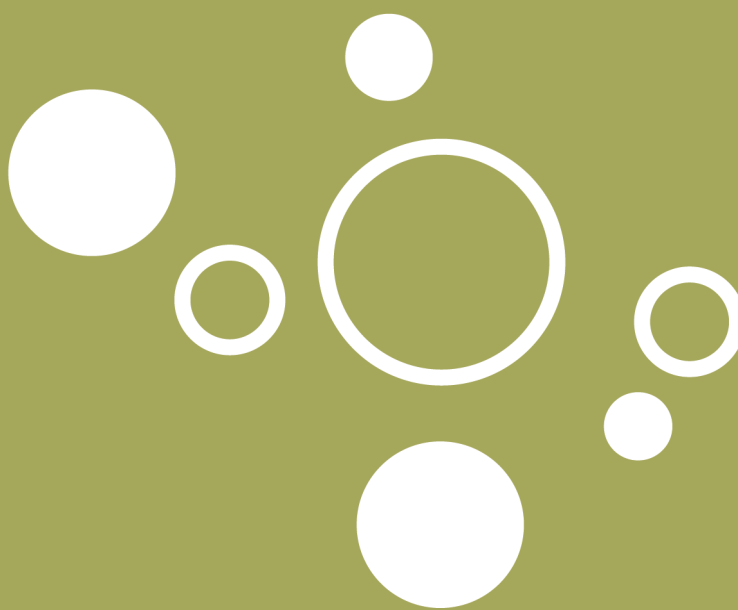


2ο ΤΡΙΜΗΝΟ 2024



# Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ  
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ





# ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

<b>1. ΕΙΣΑΓΩΓΗ</b>	<b>2</b>
<b>2. ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ</b>	<b>5</b>
2.1 ΗΠΑ	5
2.2 Ευρωζώνη	7
2.3 Ιαπωνία	9
2.4 Κίνα	10
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας	11
<b>3. ΜΕΤΟΧΕΣ</b>	<b>12</b>
3.1 ΗΠΑ	12
3.2 Ευρωζώνη	14
3.3 Ιαπωνία   Αναδυόμενες   Κίνα	16
<b>4. ΟΜΟΛΟΓΑ</b>	<b>17</b>
4.1 ΗΠΑ Κρατικά	17
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	18
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	19
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά	20
<b>5. ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ</b>	<b>21</b>
5.1 USD   EURUSD	21
5.2 USDJPY   EURGBP	22
<b>6. ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ</b>	<b>23</b>
6.1 Πετρέλαιο	23
6.2 Χρυσός	24
<b>7. ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ</b>	<b>25</b>
<b>8. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ</b>	<b>26</b>



# 01

## ΕΙΣΑΓΩΓΗ

**Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον: Η πίστη των αγορών στη διαφορετικότητα των ΗΠΑ θα δοκιμασθεί – αλλά όχι σύντομα**

Στην τρέχουσα συγκυρία το κυρίαρχο αφήγημα στις διεθνείς αγορές είναι αυτό της ήπιας και ομαλής επιβράδυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ στο άμεσο μέλλον και σταδιακής επιτάχυνσης σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Πράγματι, παρατηρώντας μια σειρά «πρόδρομων δεικτών» (δηλαδή δεικτών οι οποίοι έχουν κάποιες προβλεπτικές ικανότητες σε ορίζοντα 3 έως 6 μηνών) παρατηρούμε μια επιβράδυνση ιδιαίτερα στον τομέα των υπηρεσιών, ο οποίος έως τώρα αποτελούσε τη βασική ατμομηχανή της οικονομίας. Ταυτόχρονα όμως καταγράφεται και μια σημαντική βελτίωση των λεγόμενων «πρόδρομων – πρόδρομων» δεικτών, δηλαδή των δεικτών με πιο μακροχρόνιες προβλεπτικές ικανότητες σε ορίζοντα 9-12 μηνών. Με πιο απλά λόγια, η εικόνα της οικονομίας των ΗΠΑ είναι συμβατή με το σενάριο της «ήπιας επιβράδυνσης» στα επόμενα 2 τρίμηνα (Β', Γ') του 2024, με την αγορά εργασίας σταδιακά να αποθερμαίνεται και το ρυθμό μεταβολής των μισθών να περιορίζεται στο 3%-3,5%. Τα επίπεδα αυτά μισθολογικών μεταβολών θα επιτρέψουν την επιστροφή του πληθωρισμού στο στόχο του 2% της FED κατά τη διάρκεια του τρέχοντος έτους. Στο σενάριο αυτό ο ρυθμός ανάπτυξης στις ΗΠΑ θα υποχωρήσει από τα υψηλά επίπεδα του 3,4% (y/y) το Δ' του 2023 σε ένα μέσο ρυθμό ανάπτυξης 1,5%-2%. Το ιδανικό αυτό σενάριο της επιβράδυνσης χωρίς ύφεση θα δώσει τη δυνατότητα στη FED να προχωρήσει σε αλλαγή της στάσης της νομισματικής πολιτικής από περιοριστική σε (τουλάχιστον) ουδέτερη. Ταυτόχρονα στην Ευρωζώνη, η συνεχιζόμενη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού απομακρύνει το δυσμενές σενάριο του στασιμοληθωρισμού, ενώ η σταθεροποίηση της Ευρωπαϊκής οικονομίας σε πολύ χαμηλά αλλά θετικά επίπεδα, απομακρύνει το ενδεχόμενο της ύφεσης. Οι προσδοκίες λοιπόν από εδώ και εμπρός είναι ότι η υποχώρηση του πληθωρισμού σε συνδυασμό με τις ετεροχρονισμένες αυξήσεις μισθών θα τονώσουν τα πραγματικά εισοδήματα και την κατανάλωση. Ταυτόχρονα, οι μειώσεις επιτοκίων της ΕΚΤ – αρχής γενομένης από τον Ιούνιο 2024- και η επιτάχυνση της απορρόφησης των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, θα βοηθήσουν την Ευρωπαϊκή οικονομία να αναπτυχθεί κατά 0,5% το 2024 και να επιταχύνει σε 1,5% το 2025.

Η αμφισβήτηση αυτού του ιδεατού «Goldilocks» σεναρίου, μπορεί να προέλθει όχι τόσο από την πλευρά του πιο επίμονου πληθωρισμού - όπως φοβάται η πλειοψηφία των αναλυτών - αλλά αντίθετα από την πλευρά της ανάπτυξης. Η έως τώρα διαφοροποίηση της Αμερικανικής οικονομίας (US exceptionalism), δηλαδή η δυναμική ανάπτυξη των ΗΠΑ εν μέσω παγκόσμιας σταθερότητας, μπορεί - κατά την άποψή μας - να αποδοθεί σε δύο παράγοντες. Πρώτον, στη σταδιακή ανάλωση των συσσωρευμένων αποταμιεύσεων των αμερικανικών νοικοκυριών από τη περίοδο του Covid και δεύτερον, από τα σημαντικά προ-κυκλικά δημοσιονομικά ελλείμματα. Το μη αναμενόμενο από τις αγορές ρίσκο που ελλοχεύει είναι οι μεν συσσωρευμένες αποταμιεύσεις να έχουν εξαντληθεί ως τα τέλη του έτους, περιορίζοντας τις αντοχές του Αμερικάνου καταναλωτή, η δε δημοσιονομική πολιτική να μετατραπεί – είτε λόγω πολιτικών εξελίξεων είτε λόγω πιέσεων από τις αγορές- απότομα σε πιο περιοριστική. Η συνεχιζόμενη άσκηση επεκτατικής πολιτικής δημοσιονομικών ελλειμμάτων σε μια περίοδο οικονομικής ανάπτυξης και χαμηλής ανεργίας έχει οδηγήσει σε σπατάλη δημοσιονομικού χώρου, περιορίζοντας τα περιθώρια στήριξης της οικονομίας σε περίοδο επιβράδυνσης.

**Από τη (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές: “Data Dependent” μεταβλητότητα**

Μέσα σε αυτό το περιβάλλον, η πορεία των αγορών βρίσκεται στο «έλεος» της μεταβλητότητας



των δεδομένων. Στο προηγούμενο τεύχος της «Επενδυτικής Στρατηγικής» είχαμε επισημάνει τον κίνδυνο - μέσα σε ένα καθεστώς εξάρτησης από τα δεδομένα- η μεταβλητότητα των μακροοικονομικών δεδομένων να μεταφέρετο αυτούσια σχεδόν σε μεταβλητότητα των χρηματαγορών και κεφαλαιαγορών. Οι μεταβολές στις αγορές των κρατικών ομολόγων στο διάστημα Νοέμβριου 2023 έως και σήμερα, αποτελούν επιβεβαίωση αυτής της επισήμανσής μας.

Μέσα λοιπόν σε αυτό το ευμετάβλητο περιβάλλον, η **Επενδυτική Στρατηγική μας «ευθυγραμμίζεται» με τον οικονομικό κύκλο, διατηρώντας ταυτόχρονα τα αμυντικά χαρακτηριστικά της.** Αναμένοντας τη σταδιακή επαναφορά της οικονομίας των ΗΠΑ στα επίπεδα μακροχρόνιας ανάπτυξης της (δηλαδή ρυθμούς μεταβολής του ΑΕΠ στα επίπεδα του 1,8%-2,2%) έχουμε ήδη υποβαθμίσει την άποψη μας για τις λεγόμενες «growth» μετοχές και μετοχές υψηλής τεχνολογίας- συμπεριλαμβανομένων και των Magnificent 7 - στρεφόμενοι σε «κυκλικούς» και «value» κλάδους, με ελκυστικές αποτιμήσεις και μερισματικές αποδόσεις, όπως της Ενέργειας, των Τραπεζών της Κοινής Ωφέλειας και των “Dividend Aristocrats” και παρακολουθώντας στενά τις εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης. Αντίστοιχα πιστεύοντας στη σταθεροποίηση της Ευρωπαϊκής Οικονομίας, αναβαθμίζουμε την άποψή μας σε οριακά αρνητική από αρνητική προηγούμενης για τις ευρωπαϊκές μετοχές. Και εδώ βλέπουμε θετικά τους κλάδους Ενέργειας, Κοινής Ωφέλειας και Ακινήτων.

Πέρα όμως από τις γεωγραφικές και κλαδικές διαφοροποιήσεις, η **συνολική μας άποψη για τις μετοχικές αγορές παραμένει ήπια αρνητική** καθώς εκτιμούμε ότι οι πιθανότητες μιας κυκλικής διόρθωσης δεν είναι αμελητέες. Μια τέτοια διόρθωση, σε συνδυασμό με το γεγονός ότι από τα μέσα του 2024 και ύστερα οι αγορές θα αρχίζουν να προεξοφλούν τα εταιρικά κέρδη του 2025, είναι πιθανό να δημιουργήσουν ένα παράθυρο ευκαιρίας για εκ νέου μεταβολή των απόψεών μας για μετοχές σε θετική.

Τέλος, **παραμένουμε με ήπια θετική άποψη για τα κρατικά ομόλογα σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη καθώς θεωρούμε ότι ο ανοδικός κύκλος επιτοκίων έχει ολοκληρωθεί** και αναμένουμε το πρώτο βήμα χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής από Fed και ΕΚΤ. Ταυτόχρονα, οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων βρίσκονται σε επίπεδα που αποτελούν μια ελκυστική εναλλακτική στις μερισματικές αποδόσεις των μετοχικών αξιών προσφέροντας έτσι μια σημαντική εναλλακτική πρόταση και μια αντιστάθμιση του κινδύνου των μετοχών.

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

Όπως προκύπτει από όλη την ανωτέρω ανάλυση, στην τρέχουσα συγκυρία τα ρίσκα είναι πολλαπλά και δεν περιορίζονται στο πεδίο της οικονομικής επιστήμης και μόνο. Σε γεωπολιτικό επίπεδο υπάρχουν πολλαπλοί παράγοντες κινδύνου ενώ οι επερχόμενες προεδρικές εκλογές στις ΗΠΑ αποτελούν ένα ακόμα παράγοντα αβεβαιότητας.

Σε καθαρά οικονομικό επίπεδο θεωρούμε **ότι στις ΗΠΑ τα περιθώρια δημοσιονομικής αντίδρασης σε ενδεχόμενη επιβράδυνση της οικονομίας είναι περιορισμένα**, δεδομένης της τρέχουσας «σπατάλης» του δημοσιονομικού χώρου. **Στη δε Ευρωζώνη το ρίσκο για μια περίοδο στασιμότητας, σε περίπτωση γεωπολιτικής αναταραχής, είναι περισσότερο από υπαρκτό.**

Ηλίας Λεκκός  
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &  
Επενδυτικής Στρατηγικής



# ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΕΣ ΑΠΟΨΕΙΣ

## Β' Τρίμηνο 2024

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

## Επιμέρους Επιλογές

Μετοχές	-	Neutral			+
ΗΠΑ					
Ευρωζώνης					
Ιαπωνίας					
Αναδ. Αγορών					

Κρατικά Ομόλογα	-	Neutral			+
ΗΠΑ					
Ευρωζώνης					

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

Εμπορεύματα	-	Neutral			+
Χρυσός					
Πετρέλαιο					

Τρέχουσα Άποψη  
 Προηγούμενη Άποψη



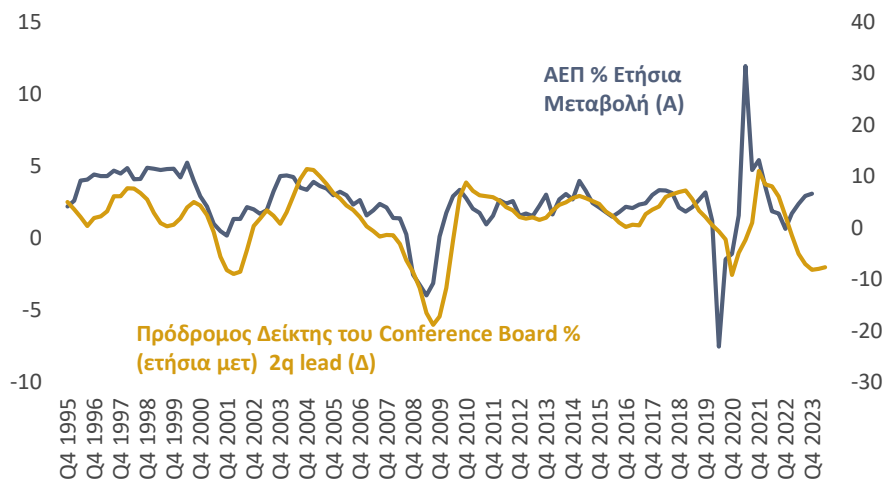
## 02

## ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

## 2.1 ΗΠΑ: Μειώνονται οι καθοδικοί κίνδυνοι για την ανάπτυξη

- Η **αμερικανική οικονομία παρουσίασε μεγαλύτερη δυναμική** από την αναμενόμενη και το Δ' τρίμηνο του 2023, **με την οικονομία να αναπτύσσεται** με ρυθμό 3,4% (σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση) και 2,5% για το σύνολο του έτους. Η ιδιωτική κατανάλωση αποτέλεσε τον σημαντικότερο παράγοντα της ανόδου ενώ αναμένεται να παραμείνει ισχυρή και το τρέχον τρίμηνο. Σύμφωνα με μελέτη της Chicago Fed τα νοικοκυριά κατείχαν περίπου \$430 δις συνολικής πλεονάζουσας αποταμίευσης (pandemic excess savings) τον Σεπτέμβριο του 2023 η οποία εκτιμάται ότι θα εξαντληθεί έως το τέλος του Α' εξαμήνου του 2024 (αντί για το τέλος του 2023 που ήταν η προηγούμενη εκτίμηση). Επίσης, σύμφωνα με μοντέλο της Atlanta Fed, το πραγματικό ΑΕΠ των ΗΠΑ για το Α' τρίμηνο του 2024 υπολογίζεται κοντά στο 2,82% — μετά την ανακοίνωση των στοιχείων για τις καταναλωτικές δαπάνες του Φεβρουαρίου — υποδηλώνοντας μειωμένους καθοδικούς κινδύνους για τη δραστηριότητα βραχυπρόθεσμα.
- Η **εκτίμησή μας για τον ρυθμό ανάπτυξης για το σύνολο του έτους ανέρχεται πλησίον του 2%** (από 1% με 1,5% που ήταν στην αρχή του έτους) καθώς αρκετές ενδείξεις που συνηγορούσαν σε χαμηλότερο ρυθμό ανάπτυξης έχουν βελτιωθεί. **Ορισμένοι πρόδρομοι δείκτες** έχουν ανακάμψει καταδεικνύοντας υψηλότερο ρυθμό ανάπτυξης (ενδεικτικά ο πρόδρομος **δείκτης μεταποίησης ISM** πέρασε σε επίπεδα που υποδηλώνει επέκταση της δραστηριότητας για πρώτη φορά από τον Σεπτέμβριο του 2022 ενώ παράλληλα συνεχίζεται η άνοδος του υποδείκτη των νέων παραγγελιών). Επέκταση της δραστηριότητας συνεχίζουν να αποτυπώνουν και **οι υπηρεσίες** με τον σχετικό δείκτη του ISM να διαμορφώνεται σε ικανοποιητικά επίπεδα αν και υποχώρησε τον Μάρτιο. **Επίσης, κάποιιοι από τους δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης** παρουσιάζουν βελτίωση, αν και παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, καθώς οι καταναλωτές δεν φαίνεται να εστιάζουν στην αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και την ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας αλλά στα υψηλά απόλυτα επίπεδα των τιμών και τον αντίκτυπο των υψηλών επιτοκίων στην καθημερινότητά τους. Επιπλέον, **μικρή βελτίωση παρατηρείται και σε κάποιες άλλες παραμέτρους** που στοιχειοθετούσαν υπέρ μιας χαμηλότερης ανάπτυξης, όπως οι συνθήκες δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις (Senior Loan Officer Opinion Survey) και η υποχώρηση της προσφοράς χρήματος M2 (σε ετήσια βάση). Ωστόσο οι καμπύλες των επιτοκίων παραμένουν αντεστραμμένες, ενώ και ο πρόδρομος

## 1 | ΑΕΠ &amp; Πρόδρομος Δείκτης του Conference Board



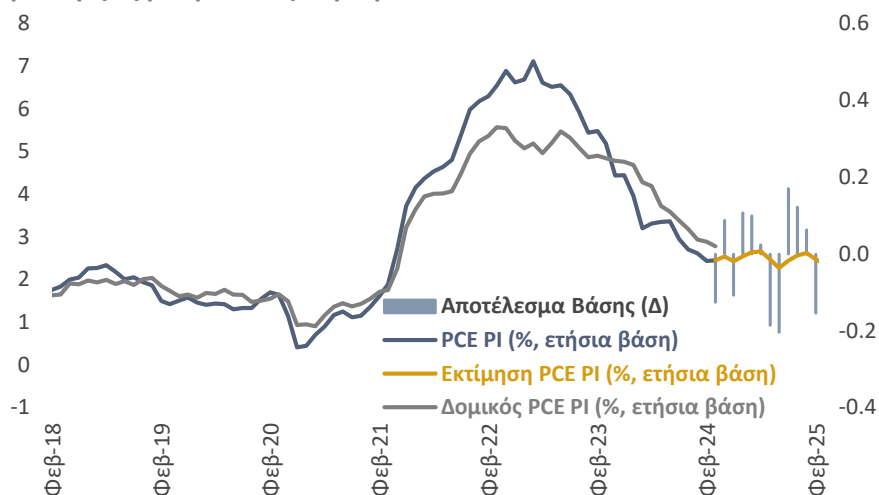
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση &amp; Επενδυτική Στρατηγική



δείκτης NFIB που εκφράζει τις προσδοκίες των μικρών επιχειρήσεων υποχώρησε στο χαμηλότερο επίπεδο των τελευταίων 11 ετών.

- Ο **πληθωρισμός** συνεχίζει να αποκλιμακώνεται αλλά ο ρυθμός έχει επιβραδυνθεί σε σχέση με το αντίστοιχο 3μηνο / 6μηνο του περασμένου έτους, με τα στοιχεία του Ιανουαρίου, Φεβρουαρίου και Μαρτίου να εκπλήσσουν αρνητικά. Ο πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή ανήλθε στο 3,5% τον Μάρτιο και ο πληθωρισμός βάσει της προσωπικής κατανάλωσης στο 2,5% (Φεβρ) ενώ ο δομικός διαμορφώθηκε στο 3,8% (core CPI) και 2,8% (core PCE) αντίστοιχα. Ο εμμένων πληθωρισμός και ο πληθωρισμός που αφορά τις υπηρεσίες, αν και έχουν υποχωρήσει, παραμένουν υψηλά. Θετική εξέλιξη για την πορεία του πληθωρισμού παραμένει η μείωση στο συνολικό κόστος απασχόλησης και η ετήσια μεταβολή των δεικτών τιμών παραγωγού και εισαγωγών. **Για το 2024 αναμένουμε τον μέσο ετήσιο πληθωρισμό να υποχωρήσει στο 2,5% (από 3,8% το 2023).**
- **Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας παραμένουν ιδιαίτερα καλές, διαψεύδοντας τις εκτιμήσεις για συγκράτησή τους.** Οι νέες θέσεις εργασίας τους τελευταίους μήνες ήταν ισχυρότερες από ό,τι ευρέως αναμενόταν. Τον Μάρτιο, οι νέες θέσεις εργασίας αυξήθηκαν κατά 303 χιλ, η ανεργία διαμορφώθηκε στο 3,8% και ο ετήσιος ρυθμός ανόδου του ωρομισθίου επιβραδύνθηκε στο 4,1%. Μια πιθανή εξήγηση είναι ότι η αύξηση της μετανάστευσης αποτέλεσε βασικό μέρος της αύξησης της προσφοράς εργασίας συμβάλλοντας στη μείωση των πιέσεων στα ωρομίσθια, ακόμη και εν μέσω της ισχυρής ανάπτυξης της οικονομίας. Ωστόσο δεν υπάρχει μια συγκλίνουσα συναίνεση μεταξύ οικονομολόγων ότι η μετανάστευση οδηγεί την τάση αυτή.
- Η Fed διατήρησε όπως αναμενόταν το βασικό της επιτόκιο στο εύρος 5,25% - 5,50% στη συνεδρίαση του Μαρτίου. Παράλληλα, αναθεώρησε ανοδικά τις εκτιμήσεις της για την ανάπτυξη σε 2,1% και 2,0% για το 2024 και το 2025 αντίστοιχα και ενίσχυσε τις εκτιμήσεις της για το δομικό πληθωρισμό στο 2,6% από 2,4% για το 2024. Από τις δηλώσεις του πρόεδρου της Fed J. Powell φάνηκε ότι **οι πρόσφατες υψηλές μετρήσεις για τον πληθωρισμό δεν αλλάζουν το βασικό σενάριο της αργής χαλάρωσης των πληθωριστικών πιέσεων. Από την άλλη η ισχύς της οικονομίας των ΗΠΑ επιτρέπει στη Fed να είναι υπομονετική και προσεκτική με τις αποφάσεις της για μείωση των επιτοκίων.** Μια καθυστέρηση στην έναρξη των μειώσεων των επιτοκίων είναι πιθανή εάν ο εμμένων πληθωρισμός παραμείνει επίμονα υψηλός και οι μισθοί αρχίσουν να εκπλήσσουν ανοδικά. Η εκτίμησή μας δεν έχει μεταβληθεί και αναμένουμε ότι η μείωση των επιτοκίων θα ξεκινήσει στο Β' εξάμηνο του 2024.

## 2 | Εκτίμηση ρυθμού πληθωρισμού—Στατιστικό Μοντέλο



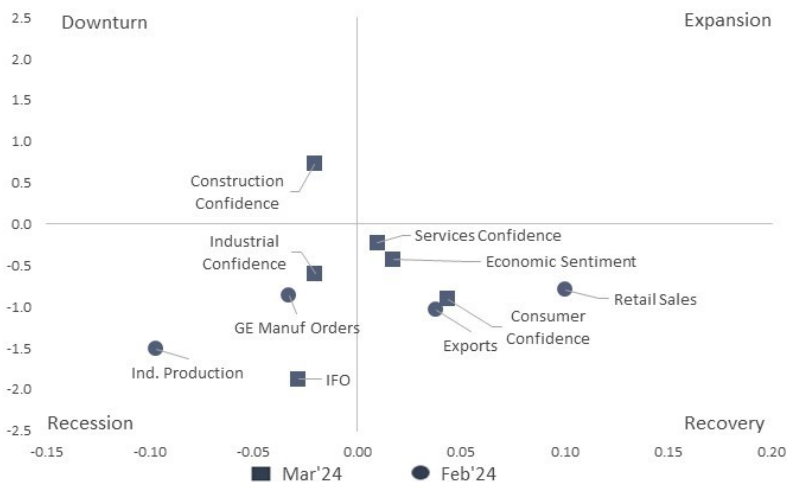
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 2.2 Ευρωζώνη: Σημάδια σταθεροποίησης σε χαμηλά επίπεδα και προσπάθεια ανάκαμψης.

- Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ κατά μόλις 0,1% ετησίως το Δ' τρίμηνο του 2023 επιβεβαιώνει τη στάσιμη οικονομική δραστηριότητα που παρατηρείται από το Β' εξάμηνο του προηγούμενου έτους καθώς η Γερμανία συνεχίζει την αναιμική ανάπτυξη, ενώ και η Γαλλία βρίσκεται σε στασιμότητα. Στον αντίποδα θετική είναι η δυναμική στην Ιταλία, Ισπανία και Πορτογαλία, ενώ στο σύνολο της Ευρωζώνης η μεταβολή του πραγματικού ΑΕΠ το 2023 ανήλθε στο 0,4% ετησίως από 3,4% το 2022. Η εξασθένηση αυτή οφείλεται κυρίως εξαιτίας των συνεχόμενων επιπτώσεων στον ενεργειακό εφοδιασμό το 2022, στις μετέπειτα επιπτώσεις της αυστηρής νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ στους καταναλωτές και τη βιομηχανία καθώς και στις αδύναμες εξαγωγές.
- Για το 2024, εκτιμάται ότι η οικονομική δραστηριότητα θα παραμείνει σταθερή στο 0,5%, με βελτίωση πλέον στο πραγματικό ΑΕΠ το 2025 στο 1,3% καθώς οι γεωπολιτικές συγκρούσεις συμπεριλαμβανομένου του συνεχιζόμενου πολέμου Ρωσίας-Ουκρανίας και το αποδυναμωμένο εμπόριο εξαιτίας της διαδρομής μέσω Ερυθράς Θάλασσας εμπεριέχουν κινδύνους βραδύτερης ανάπτυξης και υψηλότερου πληθωρισμού, αυξάνοντας την πιθανότητα η οικονομία της Ευρωζώνης να διολισθήσει σε ένα καθεστώς στασιμοπληθωρισμού. Στον αντίποδα, η αναμενόμενη αρχή χαλάρωσης της ΕΚΤ αναμένεται να αντισταθμίσει τους παραπάνω κινδύνους το επόμενο έτος, με θετικούς παράγοντες να είναι η δραστηριότητα στην αγορά ακινήτων αλλά και η θετική τάση της πιστωτικής επέκτασης.
- Στους πρόδρομους επιχειρηματικούς δείκτες PMI της Ευρωζώνης η εικόνα το Α' τρίμηνο του τρέχοντος έτους παρέμεινε μεικτή σηματοδοτώντας τη στασιμότητα που αναμένουμε να δούμε στην οικονομική δραστηριότητα το 2024. Ο PMI μεταποίησης μειώθηκε στο 46,1 το Μάρτιο για δεύτερο μήνα από 46,5 το Φεβρουάριο, ενώ ο σύνθετος δείκτης αυξήθηκε στο 50,3 μετά από μείωση τον προηγούμενο μήνα στο 49,2. Αντίθετα, ο δείκτης PMI των υπηρεσιών αυξήθηκε στο 51,5 το Μάρτιο από 50,2 τον προηγούμενο μήνα και σημειώνει υψηλό των τελευταίων εννέα μηνών. Η βιομηχανική παραγωγή παραμένει σε σημαντικά χαμηλά επίπεδα καθώς τον Ιανουάριο σημείωσε μείωση κατά 6,4% σε ετήσια βάση εξαιτίας των κεφαλαιουχικών αγαθών από αντίστοιχη μείωση 6,6% τον Ιανουάριο και σε συνέχεια της μοναδικής αύξησης του Δεκεμβρίου τους τελευταίους οκτώ μήνες.

### 1 | Τρέχουσα Φάση Πρόδρομων Δεικτών



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

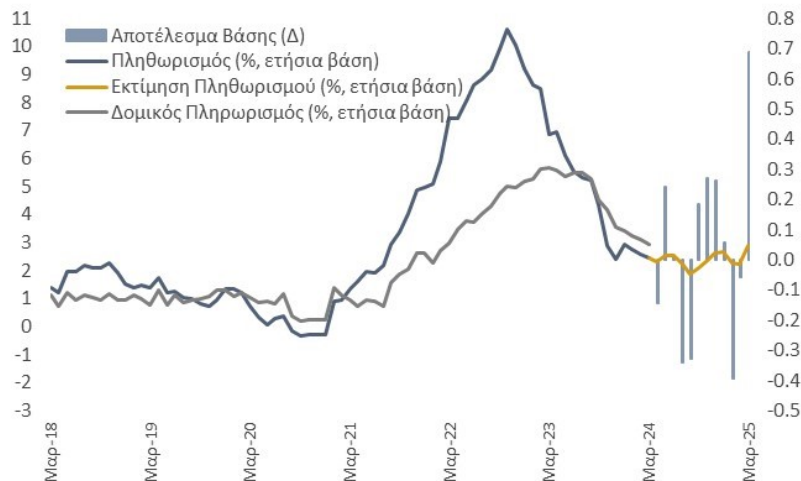




Αντίστοιχα συνεχίστηκε ο αρνητικός ετήσιος ρυθμός των λιανικών πωλήσεων για 17ο συνεχόμενο μήνα το Φεβρουάριο κατά 0,7% από -0,9% τον Ιανουάριο (Διάγραμμα 1).

- Στην αγορά εργασίας παρέμειναν ευνοϊκές οι συνθήκες καθώς τον Ιανουάριο **το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο ιστορικά χαμηλό των τελευταίων 40 ετών** στο 6,4% από 6,5% το Δεκέμβριο. Τους επόμενους μήνες εκτιμάται ότι θα υπάρξει επιβράδυνση του ρυθμού αύξησης των μισθών εξαιτίας της χαλάρωσης της ζήτησης στην αγορά εργασίας, κάτι το οποίο αναμένεται να δώσει ακόμα μία ώθηση για την αναμενόμενη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής πριν το καλοκαίρι, καθώς η αύξηση των μισθών κυρίως στον τομέα των υπηρεσιών τους τελευταίους μήνες δημιουργούσε ανησυχία για διατήρηση των τιμών στον τομέα αυτό.
- **Ο περιορισμός των πληθωριστικών πιέσεων στην Ευρωζώνη συνεχίστηκε και το Μάρτιο** με το δείκτη τιμών καταναλωτή να αυξάνεται κατά 2,4% σε ετήσια βάση από 2,6% τον Ιανουάριο και 6,9% τον αντίστοιχο μήνα το 2023, κυρίως **εξαιτίας της χαμηλότερης αύξησης των τιμών στα τρόφιμα και αγαθά** και αντισταθμίζοντας την σταθερή αύξηση στις τιμές των υπηρεσιών. Αντίστοιχη τάση σημειώνεται και στον πυρήνα του πληθωρισμού το Μάρτιο με την αύξηση να περιορίζεται στο 3,0% από 3,1% τον Ιανουάριο και 5,7% τον αντίστοιχο μήνα πέρυσι (Διάγραμμα 2).
- **Για το 2024, ο γενικός πληθωρισμός αναμένεται να περιοριστεί σημαντικά** πλησιάζοντας το στόχο της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας (ΕΚΤ) του 2,0% και συγκεκριμένα αναμένεται στο 2,4% από 5,5% για να σύνολο του 2023. Θετική εξέλιξη είναι ο περιορισμός των τιμών της ενέργειας, ενώ και η εγχώρια ζήτηση έχει αποδυναμωθεί, γεγονός που καθιστά ευνοϊκές τις οικονομικές συνθήκες για μειώσεις επιτοκίων τους επόμενους μήνες. Με βάση τα παραπάνω, **η εκτίμηση για την πρώτη μείωση από την ΕΚΤ του παρεμβατικού επιτοκίου αναμένεται τον Ιούνιο** με την αγορά να προεξοφλεί για το 2024 τρεις μειώσεις επιτοκίου από το τρέχον 4,5%.

## 2 | Πληθωρισμός, Αποτέλεσμα Βάσης & Εκτίμηση

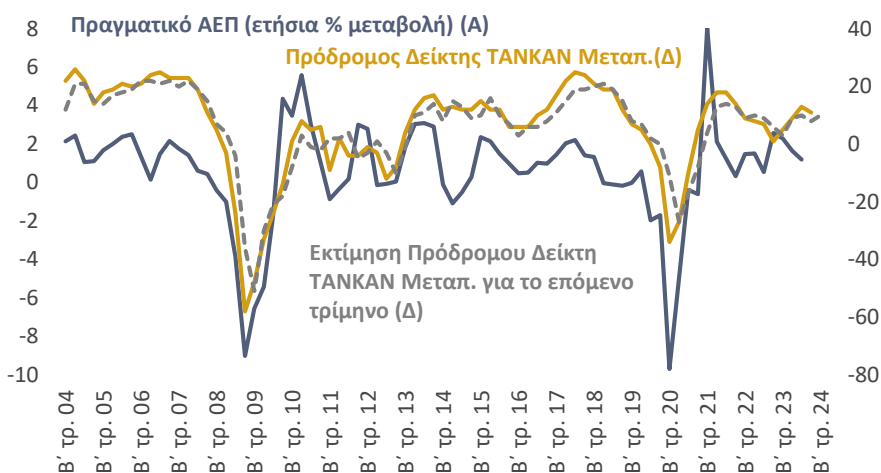


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

### 2.3 Ιαπωνία: Τέλος της πολιτικής αρνητικών επιτοκίων

- Κατά το Δ' τρίμηνο του 2023, το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε 0,1% σε τριμηνιαία βάση, αλλά συνολικά το 2023 κατά 1,9% (2022: 1,0%), κυρίως λόγω των αυξημένων καθαρών εξαγωγών και δευτερευόντως της εσωτερικής κατανάλωσης.
- Για το 2024 αναμένεται επιβράδυνση στο 1% περίπου, ρυθμός που αναμένεται να διατηρηθεί και κατά το 2025. Θετικά επιδρούν οι μισθολογικές αυξήσεις, η διατήρηση της ανοδικής πορείας των τουριστικών αφίξεων (αν και με πιο συγκρατημένο ρυθμό) και η ανάκαμψη των εξαγωγών. Επιπλέον, θετικά επιδρούν στις επενδύσεις οι συνεχιζόμενες κρατικές ενισχύσεις στην «πράσινη» οικονομία, η ανάπτυξη του τομέα των νέων τεχνολογιών και η υψηλότερη εταιρική κερδοφορία. Από την άλλη, αρνητικά επιδρά το αυξημένο κόστος διαβίωσης και η σταδιακή εξάντληση της θετικής επίδρασης της προγενέστερης δημοσιονομικής στήριξης.
- Ο πληθωρισμός παραμένει συγκριτικά υψηλός (Φεβρ: 2,8%), με την αποκλιμάκωσή του να είναι ιδιαίτερα αργή κυρίως λόγω των μισθολογικών αυξήσεων. Χαρακτηριστικά, η Τράπεζα της Ιαπωνίας (ΤτΙ) εκτιμά τη μείωσή του στο 2,4% φέτος και στο 1,8% το 2025. Η προβλεπόμενη διατήρηση του σε επίπεδο υψηλότερο του στόχου του 2% επέτρεψε στην ΤτΙ να θέσει τέλος, μετά από οκτώ έτη εφαρμογής, στην πολιτική αρνητικών επιτοκίων. Το βασικό εργαλείο πολιτικής είναι πλέον το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο (σε ευρώ 0%-0,1%), εν μέρει προσφέροντας επιτόκιο 0,1% στις καταθέσεις των πιστωτικών ιδρυμάτων σε αυτήν πέρα των υποχρεωτικών. Παράλληλα, παύει τον έλεγχο της καμπύλης των αποδόσεων μέσω των αγορών 10ετών κρατικών ομολόγων. Το επόμενο διάστημα δεν αναμένεται να προχωρήσει σε νέα αυστηροποίηση της πολιτικής της καθώς δήλωσε ότι θα συνεχίσει τις ανωτέρω αγορές στο ίδιο περίπου ύψος με σήμερα και ότι προσμένει οι διευκολυντικές χρηματοπιστωτικές συνθήκες προς το παρόν να διατηρηθούν. Ωστόσο, έως το τέλος του χρόνου εκτιμούμε ως ιδιαίτερα πιθανές συνολικά 1-2 επιτοκιακές αυξήσεις 10μβ έκαστη.
- Συνεπώς, το 2024 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 1% περίπου, ή να διαμορφωθεί λίγο υψηλότερα εάν η ιδιωτική κατανάλωση αποδειχθεί ισχυρότερη των εκτιμήσεων. Μεσοπρόθεσμα, ωστόσο, στον δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης αρνητικά θα επιδρά η γήρανση του πληθυσμού (επηρεάζοντας πτωτικά την προσφορά εργασίας, την κατανάλωση ενώ αυξάνει τη δημοσιονομική δαπάνη) και η χαμηλότερη, σε σχέση με τις άλλες μεγάλες οικονομίες, τεχνολογική καινοτομία.

#### 1 | Πραγματικό ΑΕΠ & Πρόδρομος Δείκτης Τάνκαν Μεταποίησης



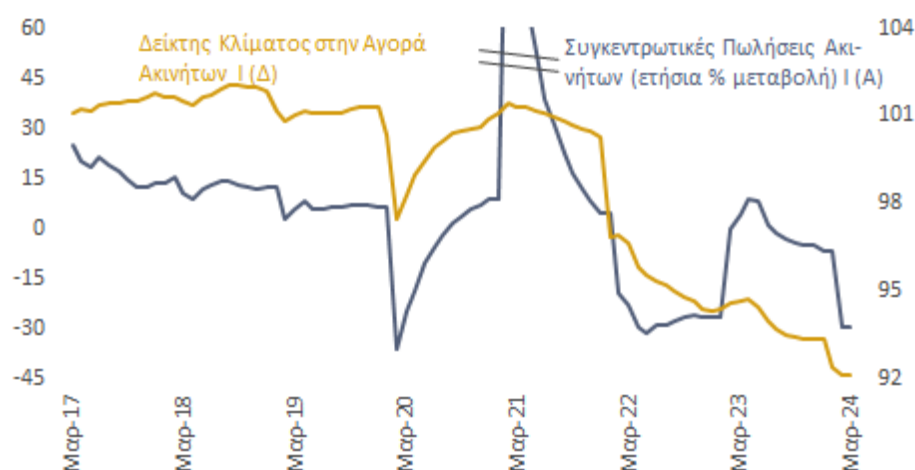
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 2.4 Κίνα: Η αγορά ακινήτων ο αδύναμος κρίκος στην αναπτυξιακή δυναμική

- Το 2023 αποτέλεσε το πρώτο δωδεκάμηνο που η οικονομία λειτούργησε απαλλαγμένη από τους ιδιαίτερα αυστηρούς περιορισμούς της περιόδου της πανδημίας. Ως αποτέλεσμα, **το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε 5,2%** (2022: 3,0%), στηριζόμενο από την ανάκαμψη της κατανάλωσης.
- **Κατά το Α' τρίμηνο του 2024, ο ρυθμός ανάπτυξης ανήλθε στο 5,3%** (Δ' τρίμ. '23: 5,2%) με τη βιομηχανική παραγωγή να αυξάνει 6,1% (Δ' τρίμ. '23: 6,0%), τις λιανικές πωλήσεις 4,7% (Δ' τρίμ. '23: 8,4%) και τις εξαγωγές 1,5% (Δ' τρίμ. '23: -1,2%). Ελαφρά βελτιωμένοι εμφανίζονται και οι πρόδρομοι επιχειρηματικοί δείκτες καταδεικνύοντας μικρή επέκταση της δραστηριότητας. Συνεπώς, **κατά το επόμενο διάστημα, αν και οι ενδείξεις παραμένουν ενθαρρυντικές, ωστόσο δεν φαίνεται να διαμορφώνονται συνθήκες για ουσιαστική επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης** καθώς, πέραν της λιγότερο ευνοϊκής σύγκρισης με τα αντίστοιχα τρίμηνα του 2023, η πολιτική απόφαση να εφαρμοστούν αυστηρά οικονομικά κριτήρια στη διάσωση των προβληματικών εταιρειών του τομέα των ακινήτων και η μείωση των τιμών των σπιτιών επιδρούν αρνητικά στο ύψος των συνολικών επενδύσεων. Επιπρόσθετα, η εξωτερική ζήτηση αναμένεται να παραμείνει σχετικά συγκρατημένη, τα δημοσιονομικά περιθώρια για τόνωση της οικονομίας εκτιμώνται ως περιορισμένα και η αδύναμη δημοσιονομική θέση πολλών τοπικών κυβερνήσεων και κρατικών εταιρειών περιορίζουν σημαντικά τη δυνατότητα δαπανών για υποδομές/επενδύσεις.
- Επομένως, **το 2024 αναμένεται μικρή επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης στο 4,5%-4,7%** με πιθανότερη την κίνηση προς το 4,5%, ενώ **το 2025 προβλέπεται να διαμορφωθεί ελαφρά πάνω από το 4%**. Παράλληλα, **οι πληθωριστικές πιέσεις θα παραμείνουν εξαιρετικά μικρές**.
- Για τη στήριξη της ανάπτυξης εκτιμάται ως πιθανή το επόμενο διάστημα ελαφρά χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής μέσω μικρής μείωσης ορισμένων βασικών επιτοκίων. Όμως, τα περιθώρια χαλάρωσης εκτιμώνται ως περιορισμένα και συνεπώς η θετική επίδραση στην οικονομία δεν αναμένεται να είναι σημαντική.
- **Μεσοπρόθεσμα, οι αμφιβολίες για τη δυνατότητα διατήρησης ενός υψηλού ρυθμού ανάπτυξης παραμένουν**, δεδομένων των διαρθρωτικών προβλημάτων και του απαιτούμενου χρόνου για την ανάπτυξη της εσωτερικής αγοράς. Επιπλέον, από γεωστρατηγική σκοπιά, ο ανταγωνισμός με τις ΗΠΑ και η επανεξέταση από κάποιες μεγάλες χώρες της γεωγραφικής παραγωγής/εισαγωγών σημαντικών εισροών, αλλά και ορισμένων εξαγωγών στην Κίνα είναι αρνητικοί παράγοντες.

### 1 | Αγορά ακινήτων



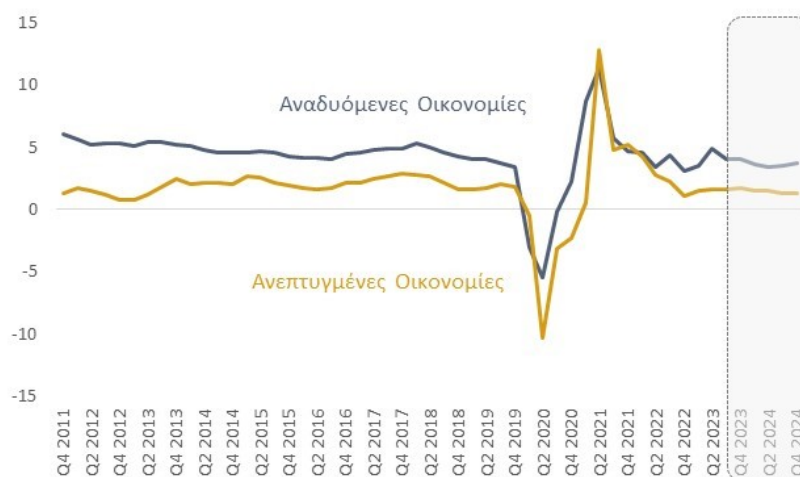
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

- **Αρκετές από τις μεγάλες αναδυόμενες χώρες ξεχώρισαν το 2023 για τις ανθεκτικές οικονομίες τους εν μέσω υψηλών επιτοκίων, αστάθειας των συναλλαγματικών ισοτιμιών, υποτονικών ροών κεφαλαίων και μειωμένης εξωτερικής ζήτησης.** Το 2024, η δυναμική αυτή αναμένεται να επιβραδυνθεί καθώς οι οικονομίες μεταβαίνουν σε μια σταθερή πορεία ανάπτυξης σε συνέχεια της πανδημικής κρίσης. **Το 2024, για το σύνολο των αναδυόμενων χωρών αναμένεται ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ να σταθεροποιηθεί στο 4,1%** από 4,6% το 2023, καθώς η παγκόσμια νομισματική πολιτική ομαλοποιείται σταδιακά. Οι βασικοί άξονες στήριξης των αναδυόμενων οικονομιών είναι η ήδη υπάρχουσα χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής που εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί το 2024, η αναμενόμενη αρχή κύκλου χαλάρωσης της Fed εντός του έτους, η υποχώρηση του Eι Nίνιο καθώς και η τάση αποπληθωρισμού στην Κινεζική οικονομία. Στον αντίποδα, τα σοκ από την πλευρά της προσφοράς καθώς και η αναθέρμανση των τιμών των εμπορευμάτων τους τελευταίους μήνες ενδέχεται να επιβραδύνουν το Α' εξάμηνο τη δυναμική ανάπτυξη σε χώρες.
- Τα πιο πρόσφατα στοιχεία για το πραγματικό ΑΕΠ του Δ' τριμήνου του 2023 σηματοδοτούν μία σταθερά ανοδική τάση για την οικονομική ανάπτυξη στην Ινδία, μία στάσιμη ανάπτυξη στη Βραζιλία και χαμηλή ανάπτυξη στο Μεξικό και τη Νότια Αφρική με **την εγχώρια ζήτηση να είναι η κύρια κινητήρια δύναμη της οικονομικής δραστηριότητας.**
- Με βάση τους οικονομικούς κύκλους η Ινδία βρίσκεται στη φάση της ανάπτυξης, η Βραζιλία και το Μεξικό είναι πιθανό να περάσουν από την ανάκαμψη στην ανάπτυξη. Ενώ σύμφωνα με τους πρόδρομους δείκτες ISM, ο δείκτης ISM Μεταποίησης στο σύνολο των αναδυόμενων χωρών σηματοδοτεί ανάπτυξη με ανοδική τάση τους τελευταίους πέντε μήνες, ενώ ο συνολικός δείκτης PMI καθώς και αυτός των υπηρεσιών επιβραδύνθηκαν το Φεβρουάριο.
- **Το 2024 είναι χρονιά που θα πραγματοποιηθούν εκλογές σε αρκετές αναδυόμενες οικονομίες, όπως η Ινδία, οπότε αναμένουμε μία αύξηση στις δημόσιες δαπάνες εντός του έτους.**

1 | Πραγματικό ΑΕΠ Ανεπτυγμένων & Αναδυόμενων Οικονομιών



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



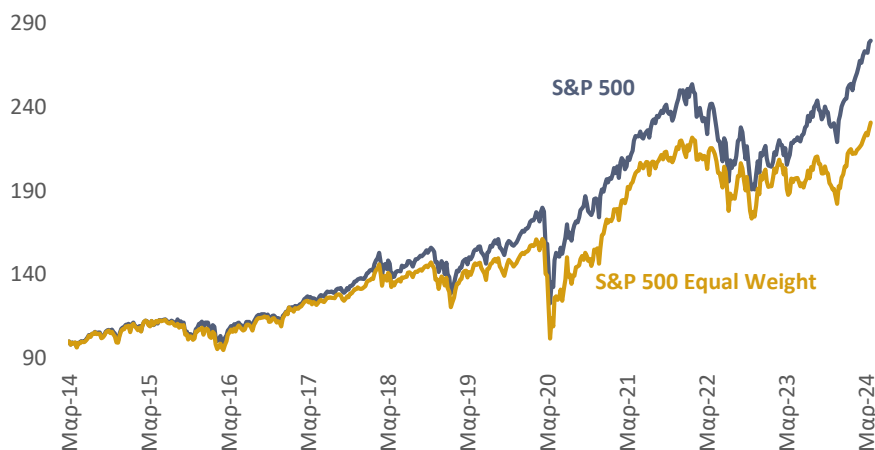
## 03

## ΜΕΤΟΧΕΣ

## 3.1 ΗΠΑ : Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη

- Οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ συνέχισαν την ανοδική τους πορεία και το Α' τρίμηνο του 2024, βασιζόμενες στα καλύτερα από τα αναμενόμενα αποτελέσματα των εταιριών το Δ' τρίμηνο του 2023, στην ανθεκτικότητα της αμερικανικής οικονομίας, την θεματική της τεχνητής νοημοσύνης, την σχετική υποχώρηση του πληθωρισμού και την αισιοδοξία ότι η Fed θα προχωρήσει σε μείωση των επιτοκίων μέσα στο έτος. Πρόσφατα στοιχεία δείχνουν μια σημαντική βελτίωση των οικονομικών δεδομένων τόσο λόγω της σημαντικής βελτίωσης των ενδείξεων στην μεταποίηση, όσο και στο μέτωπο της ρευστότητας της οικονομίας. Αυτή η δυναμική οποία θα μπορούσε να υποστηρίξει την ανοδική πορεία των μετοχικών αγορών μεσοπρόθεσμα.
- Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιριών παραμένουν αρκετά αισιόδοξες για το 2024 με την αγορά να περιμένει το EPS του S&P 500 στα \$243 (+10%), του S&P 600 \$92 (+7%) και του Nasdaq και Nasdaq 100 \$545 (+34%) και \$672 (+27%). Με βάση τις τιμές διαπραγμάτευσης των παραπάνω δεικτών και της εκτιμώμενης κερδοφορίας έχουμε για τον S&P 500 P/E 22x (Μέσος όρος 12ετίας 21) για τον S&P 600 15 (μ.ο 12ετίας 25) και για τους τεχνολογικούς δείκτες Nasdaq και Nasdaq 100 P/E 30x (μ.ο 27) και P/E 27x (μ.ο 24).
- Βραχυπρόθεσμα οι αγορές έχουν προεξοφλήσει ήδη ένα πολύ θετικό σενάριο (τόσο ο S&P 500 όσο και ο Nasdaq 100 βρίσκονται σε υψηλά όλων των εποχών). Σε σχέση τόσο με την κερδοφορία, όσο και την νομισματική πολιτική οι αγορές είναι ευάλωτες σε πιθανές αρνητικές εκπλήξεις. Σε σχέση με την κερδοφορία αρκετοί πρόδρομοι δείκτες (λιγότεροι από πριν) συνεχίζουν να δείχνουν μια, όχι αμελητέα, πιθανότητα αρνητικής έκπληξης. Παράλληλα, καθώς η οικονομία παραμένει δυνατή, η Fed θα μπορούσε να απογοητεύσει σε σχέση με την αναμενόμενη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής. Τις ενδείξεις αυτές η μετοχική αγορά δείχνει να μην τις λαμβάνει υπόψη της προς το παρόν αλλά είναι εύκολο ένα μικρό στραβοπάτημα να οδηγήσει τους μετοχικούς δείκτες προς τα κάτω σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα.
- Το Α' τρίμηνο του 2024 σε κλαδικό επίπεδο παρατηρούμε τα εξής: ενώ ο S&P 500 καταγράφει νέα υψηλά τόσο ο κλάδος της Τεχνολογίας όσο και αυτός των Υπηρεσιών Επικοινωνίας δεν ακολου-

## 1 | Απόδοση S&amp;P 500 και S&amp;P Equal Weight (%)



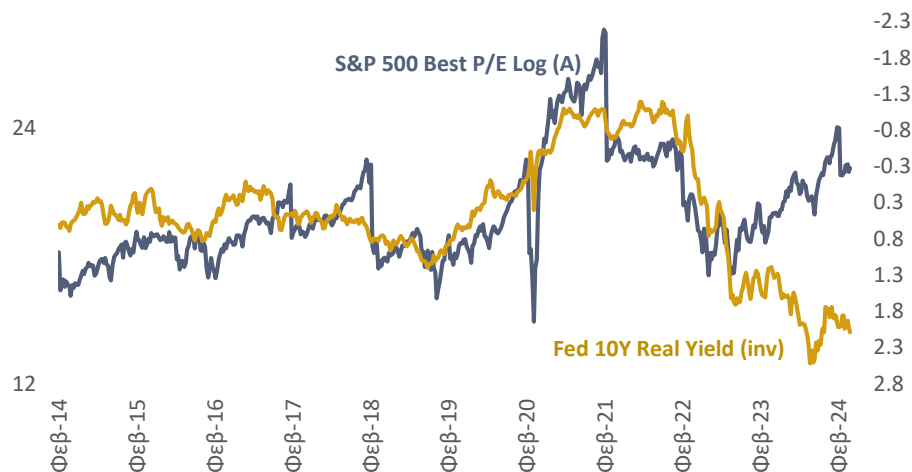
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση &amp; Επενδυτική Στρατηγική



θούν, ειδικά μετά τα μέσα Ιανουαρίου. Με εξαίρεση τις Υπηρεσίες Επικοινωνίας (+15,57%) και τις εταιρίες Τεχνολογίας που ξεκίνησαν δυνατά το πρώτο μισό του Ιανουαρίου, οι κλάδοι των Χρηματοοικονομικών (+11,97%) της Ενέργειας (+12,68%) και της Βιομηχανίας (+10,57%) είναι οι κλάδοι που βοήθησαν τον S&P 500 να φτάσει σε νέα υψηλά. Το γεγονός αυτό, εφόσον συνεχιστεί, είναι σημαντικό γιατί η άνοδος του δείκτη με μεγαλύτερη διασπορά κλάδων και εταιριών είναι πολύ πιο σταθερή και υγιής.

- **Οι Τράπεζες** (BKX Index) διαπραγματεύονται με το χαμηλότερο P/E 12x και P/B 1,22x ενώ έχουν 3,43% μερισματική απόδοση. **Ο κλάδος της Ενέργειας** διαπραγματεύεται με P/E 14x, P/B 2,39x και μερισματική απόδοση 3,09%. **Ο κλάδος της Κοινής Ωφέλειας** διαπραγματεύεται με P/E 16x, P/B 1,96x και 3,53% μερισματική απόδοση και τέλος οι εταιρίες του δείκτη **“Dividend Aristocrats”** διαπραγματεύονται με P/E 18x και μερισματική απόδοση 2,45%. Συγκριτικά ο S&P 500 διαπραγματεύεται με 22x P/E, P/B 4,81x και έχει μερισματική απόδοση 1,42%.
- **Διατηρούμε την προτίμησή μας για τους παραπάνω κλάδους** (Τράπεζες, Ενέργεια, Κοινή Ωφέλεια και “Dividend Aristocrats”), έναντι της Τεχνολογίας, όπως και γενικότερα την προτίμησή μας σε value κλάδους έναντι growth. Η προτίμησή μας αυτή είναι στην ουσία με μετακίνηση από τον S&P500, ο οποίος έχει παρασυρθεί ανοδικά από της γνωστές και ως Magnificent 7, εταιρίες της Τεχνολογίας (οι οποίες πλέον αποτελούν το 30% της κεφαλαιοποίησής του) προς μια πιο ισορροπημένη έκθεση (Ισοσταθμισμένος δείκτης S&P500, Διάγραμμα 1).
- Στο ίδιο πλαίσιο με τους παραπάνω κλάδους είναι και η **Μικρή Κεφαλαιοποίηση**, ωστόσο δεν αναβαθμίζουμε την άποψή μας, καθώς θα θέλαμε να έχουμε πιο ξεκάθαρη εικόνα για την πορεία των επιτοκίων βραχυπρόθεσμα. Οι μικρότερες εταιρίες έχουν χαμηλότερη δύναμη στο να αυξήσουν τις τιμές τους λόγω αύξησης του πληθωρισμού (Pricing Power) και είναι πιο ευάλωτες στην αύξηση του κόστους δανεισμού.
- Θεωρούμε ότι η θεματική της Τεχνητής Νοημοσύνης έχει ανεβάσει τις αποτιμήσεις όλων των κλάδων πέρα από τα θεμελιώδη (π.χ. πραγματικά επιτόκια, Διάγραμμα 2) και η αγορά θα στραφεί προς φτηνότερους κλάδους ύστερα από μια αύξηση της μεταβλητότητας. Για τον λόγο αυτό **διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τις μετοχές των ΗΠΑ (και γενικότερα για τις μετοχικές αξίες)**

## 2 | S&P 500 Est P/E και Πραγματικό Επιτόκιο 10ετίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

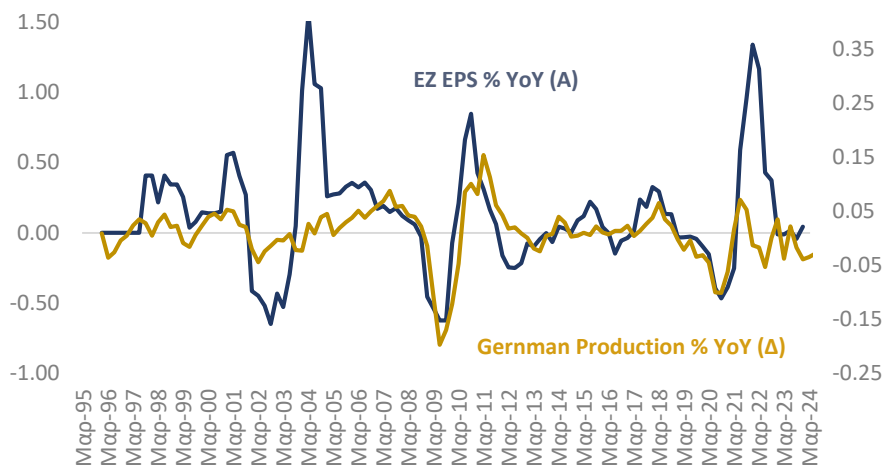




### 3.2 ΕΥΡΩΖΩΝΗ : Ήπια Αρνητική άποψη

- Το Α' τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx είχε ελαφρώς χαμηλότερη απόδοση από τον S&P 500. Όσον αφορά την μακροοικονομική εικόνα η Ευρωζώνη (ΕΖ) απέφυγε την τεχνητή ύφεση καθώς η οικονομία σταθεροποιήθηκε το Δ' τρίμηνο του 2023. Οι ανησυχίες για τον πληθωρισμό υποχώρησαν και η πλειοψηφία των μακροοικονομικών στοιχείων δείχνει σημάδια σταθεροποίησης. Ωστόσο πρέπει να επισημάνουμε ότι τα μακροοικονομικά στοιχεία στην περιφέρεια (Ισπανία, Ιταλία) είναι βελτιωμένα, αντισταθμίζοντας μερικώς τα στοιχεία της Γερμανίας που παραμένουν ακόμα ασθενικά.
- Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του Euro Stoxx (EPS) παραμένουν θετικές (+5,6% και +10% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα), παρά την αρνητική αναθεώρηση των εκτιμήσεων της κερδοφορίας των εταιριών. **Τα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα στο σύνολο της ΕΖ εμφανίζουν εικόνα σταθεροποίησης, ωστόσο η βελτίωση θα πρέπει να είναι πιο δυνατή για να στηρίξει τις προσδοκίες κερδοφορίας της αγοράς.** Τα ασθενέστερα μακροοικονομικά στοιχεία της Γερμανίας δείχνουν σημάδια σταθεροποίησης αλλά και εδώ μια πολύ μεγάλη βελτίωση θα είναι αναγκαία για να στηρίξει την κερδοφορία των εταιριών (Διάγραμμα 1).
- Σε όρους αποτιμήσεων (P/E), η αγορά της ΕΖ εξακολουθεί να εμφανίζεται αρκετά πιο φθηνή από την αμερικανική αγορά, καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία της ΕΖ βρίσκονται σε δυσμενέστερο περιβάλλον σε σύγκριση με τα στοιχεία των ΗΠΑ. Ωστόσο η σχέση των P/E της ΕΖ (SXXE P/E) με το P/E του αμερικανικού δείκτη S&P 500 (SPX P/E) εμφανίζει υψηλή συσχέτιση και αναμένουμε ότι το P/E της ΕΖ θα μπορούσε να ακολουθήσει την ανοδική πορεία του αμερικανικού P/E (Διάγραμμα 2). Αξίζει εδώ να σημειωθεί ότι εντός της ΕΖ, την μεγαλύτερη εκτίμηση για την κερδοφορία των εταιριών εμφανίζει ο μετοχικός δείκτης της Ισπανίας IBEX με ρυθμό ανόδου 15,4% για το 2024, ενώ τη χαμηλότερη αποτίμηση P/E εμφανίζει ο ιταλικός δείκτης FTSE MIB.
- **Αναβαθμίζουμε σε ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ από αρνητική προηγουμένως,** καθώς η ύφεση στην περιοχή φαίνεται να έχει αποφευχθεί και τα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα εμφανίζουν εικόνα σταθεροποίησης.

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

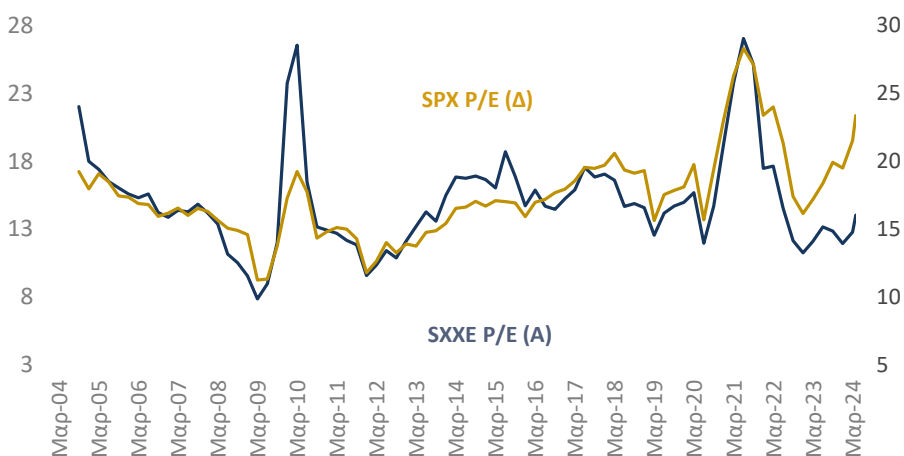


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



- Οι κλάδοι που ξεχώρισαν σε απόδοση το Α' τρίμηνο του έτους ήταν η Τεχνολογία, τα Κυκλικά Προϊόντα και ο κλάδος των Χρηματοοικονομικών. Αντίθετα, σε αρνητικό έδαφος κινήθηκαν οι κλάδοι της Κοινής Ωφελείας, των Ακινήτων και των Μη Κυκλικών Προϊόντων.
- Στις εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024, οι κλάδοι των Πρώτων Υλών και των Υπηρεσιών Επικοινωνίας έχουν τα υψηλότερα θετικά ποσοστά, ενώ οι κλάδοι της Ενέργειας, της Κοινής Ωφέλειας, της Τεχνολογίας και των Ακινήτων εμφανίζουν αρνητικό πρόσημο.
- Καθώς οι μετοχικές αγορές έχουν κινηθεί ανοδικά από την αρχή του έτους και συγκεκριμένα οι growth κλάδοι έχουν υπεραποδώσει, θεωρούμε ότι θα υπάρξει στροφή του επενδυτικού ενδιαφέροντος προς τους value και cyclical κλάδους που έχουν υποαποδώσει αλλά παραμένουν πιο ελκυστικοί σε όρους αποτίμησης.
- **Διατηρούμε την προτίμησή μας για τον κλάδο της Ενέργειας**, παρά τις αρνητικές εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024, καθώς παραμένει από τους πιο ελκυστικούς κλάδους σε όρους αποτιμήσεων (P/E 7,7x, μερισματική απόδοση 5,4%). Η διατήρηση της τιμής του πετρελαίου στα τρέχοντα επίπεδα στηρίζει την κερδοφορία των εταιρειών του κλάδου.
- **Διατηρούμε θετική άποψη για τον κλάδο της Κοινής Ωφελείας**. Ο κλάδος της Κοινής Ωφελείας παρά την υποαπόδοση που σημείωσε από την αρχή του έτους, είναι αμυντικός και αναμένεται να υπεραποδώσει, εν όψει της επικείμενης μείωσης των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Επιπλέον έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 11,9x (μέσος όρος 20ετίας 13,6x) και υψηλή μερισματική απόδοση (5,5%).
- **Διατηρούμε θετική άποψη για τον κλάδο των Ακινήτων**. Ο κλάδος των Ακινήτων επίσης υποαπέδωσε από την αρχή του έτους μετά την ανοδική κίνηση που σημείωσε στο τέλος της προηγούμενης χρονιάς. Ωστόσο αναμένεται να επανέλθει σε θετικό έδαφος καθώς διαπραγματεύεται με P/E 11,9x (μέσος όρος 20ετίας 19,9x), έχει υψηλή μερισματική απόδοση (4,9%), σημειώνει discount 14% έναντι του πανευρωπαϊκού δείκτη και είναι φθηνότερος του δείκτη κυρίως σε όρους P/B (0,7x έναντι 1,8x).

## 2 | Euro Stoxx P/E και S&P 500 P/E



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

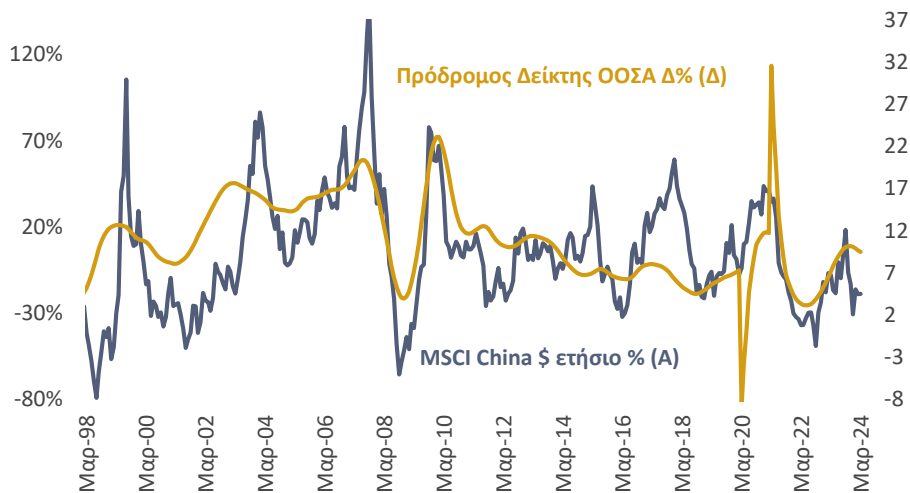




### 3.3 Ιαπωνία : Ήπια αρνητική | Αναδυόμενες Αγορές & Κίνα : Ουδέτερη

- Η ιαπωνική μετοχική αγορά, επωφελούμενη από την άνοδο των growth κλάδων σημείωσε την καλύτερη απόδοση (σε τοπικό νόμισμα) το Α΄ τρίμηνο του έτους. Η χώρα απέφυγε την τεχνική ύφεση το Δ΄ τρίμηνο του 2023 ενώ οι ανακοινώσεις για κίνητρα κατανομής εταιρικών κεφαλαίων στους μετόχους και το πρόγραμμα φοροαπαλλαγών σε μικρές επενδύσεις έδωσαν ώθηση στην αγορά. Ωστόσο το τελευταίο διάστημα η ανοδική δυναμική των μετοχών έχει ανακοπεί. Η κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας προχώρησε σε άνοδο των επιτοκίων όπως αναμενόταν αλλά ο διοικητής της τράπεζας δήλωσε ότι οι χαλαρές νομισματικές συνθήκες θα διατηρηθούν. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τον ιαπωνικό δείκτη TOPIX είναι υψηλή (10,6% και 8,9% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα) και σε όρους αποτίμησης (P/E 15,4x) είναι φθηνότερη από την αμερικανική αλλά πιο ακριβή από την ευρωπαϊκή αγορά. **Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη στην Ιαπωνία.**
- **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές.** Το Α΄ τρίμηνο του έτους ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (AA) σημείωσε μικρή άνοδο καθώς ο δείκτης της Βραζιλίας υποχώρησε σημαντικά. Η διαφορά της ανάπτυξης (%) του ΑΕΠ των αναδυόμενων έναντι των ανεπτυγμένων αγορών αναμένεται να διευρυνθεί το 2024 και το 2025 ενώ οι κεντρικές τράπεζες των AA βρίσκονται σε στάση αναμονής. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών είναι υψηλότερη από της ΕΖ (18,6% και 13,7% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα) ενώ σε όρους αποτίμησης (P/E 13,3x) είναι ελαφρώς χαμηλότερη από της ΕΖ.
- **Η άποψή μας για την Κίνα παραμένει ουδέτερη.** Οι μετοχικοί δείκτες της Κίνας διαφοροποιήθηκαν το Α΄ τρίμηνο του έτους καθώς ο δείκτης CSI 300 ενισχύθηκε άνω του 3% λόγω της στήριξης της κινεζικής κυβέρνησης στην μετοχική αγορά και ο δείκτης Hang Seng σημείωσε άνοδο κάτω του 1%. Η μέση εκτίμηση της κερδοφορίας για τους κινεζικούς δείκτες είναι υψηλότερη από της ΕΖ (9% και 10,5% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα) ενώ η αποτίμηση (P/E 9x) είναι χαμηλότερη από της ΕΖ. Το ΔΝΤ εκτιμά αύξηση του ΑΕΠ της χώρας γύρω από το 4,6%. **Παρά την κρίση του τομέα των ακινήτων, με δεδομένη την σταθεροποίηση των μακροοικονομικών στοιχείων (Πρόδρομος δείκτης ΟΟΣΑ Διάγραμμα 1) διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας.**

1 | MSCI China σε USD (YoY %) & Πρόδρομος Δείκτης ΟΟΣΑ (Δ%)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



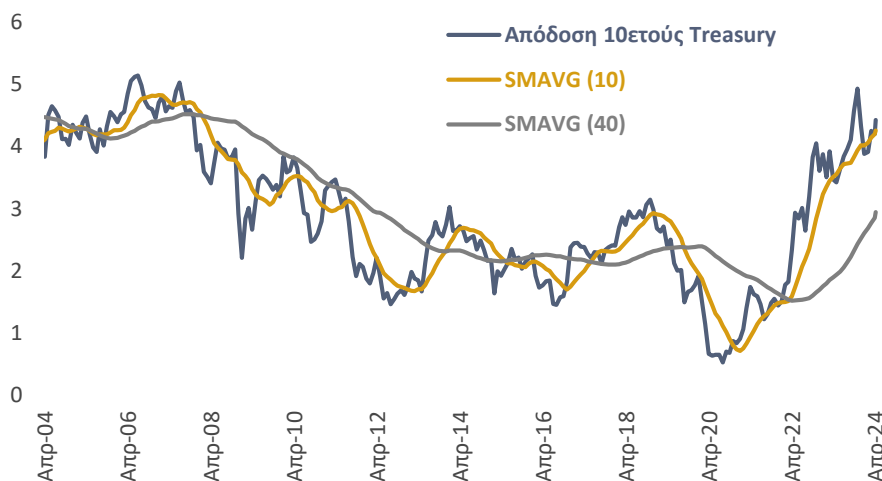
## 04

# ΟΜΟΛΟΓΑ

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

- Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ ενισχύθηκαν σημαντικά το Α' τρίμηνο του 2024 (+32μβ για το αμερικανικό 10ετές κρατικό ομόλογο, +37μβ για το 2ετές), καθώς η αμερικανική οικονομία αποδείχθηκε ανθεκτικότερη από ότι αναμενόταν, ο πληθωρισμός υποχώρησε με πιο αργό ρυθμό από τις εκτιμήσεις της αγοράς τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο πιέζοντας τις αποδόσεις των αμερικάνικων ομολόγων ανοδικά και συμπαρασύροντας τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης. Η καμπύλη των αποδόσεων 10ετίας-2ετίας έκλεισε το Α' τρίμηνο (στις -42μβ) παραμένοντας αντεστραμμένη από το καλοκαίρι του 2022, ενώ η διαφορά της απόδοσης 3 μηνών-10ετών ανήλθε στις -118μβ (από τις -148μβ στις 29.12.23).
- Η Fed διατήρησε τα επιτόκια αμετάβλητα στην συνεδρίαση του Μαρτίου όπως αναμενόταν και χρησιμοποίησε ένα ήπιο τόνο σχετικά με την νομισματική της πολιτική. Οι προβλέψεις του Μαρτίου των μελών της Fed (dot plot) σηματοδοτούν σωρευτικές μειώσεις επιτοκίων κατά 75μβ το 2024, όπως και προηγουμένως. Οι αγορές, μετά και από τα δυνατά στοιχεία από την αγορά εργασίας και τον πληθωρισμό του Μαρτίου, εκτιμούν περίπου 2 μειώσεις των επιτοκίων έως το τέλος του 2024, από 5-6 συνολικές μειώσεις που ανέμεναν στην αρχή του τριμήνου.
- Παράγοντες ανησυχίας που ενδέχεται να οδηγήσουν την απόδοση της 10ετίας υψηλότερα, προς το 5%, είναι η πιο βραδεία αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, η υπερθέρμανση της οικονομίας και η παραμονή των επιτοκίων στα τρέχοντα επίπεδα για μεγαλύτερο διάστημα (πληθαίνουν οι δηλώσεις αξιωματούχων της Fed, ότι δεν πρέπει προβεί σε καμία μείωση των επιτοκίων μέσα στο 2024). Επιπλέον, οι ανησυχίες για το υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα, τη σταδιακή μείωση του χαρτοφυλακίου της Fed και τη μείωση δεικτών ρευστότητας μεταξύ άλλων, ενδέχεται να ξαναέρθουν στο προσκήνιο. Οι τρέχουσες χρηματοοικονομικές συνθήκες παραμένουν ευνοϊκές και η αμερικάνικη οικονομία ανταποκρίνεται καλύτερα από ότι είχε αρχικά εκτιμηθεί στα υψηλά επίπεδα πραγματικών επιτοκίων. Η αγορά προεξοφλεί διατήρηση των επιτοκίων ψηλά για πολύ μεγαλύτερο διάστημα από ότι εκτιμούμε ότι μπορεί να αντέξει η οικονομία καθώς το ουδέτερο επιτόκιο (αυτό που ούτε εμποδίζει ούτε βοηθά την ανάπτυξη) είναι σημαντικά χαμηλότερα (~ 2,5%). Συνεχίζουμε και εκτιμούμε ότι η πρώτη μείωση των επιτοκίων θα έρθει το Β' εξάμηνο του έτους. **Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ.**

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

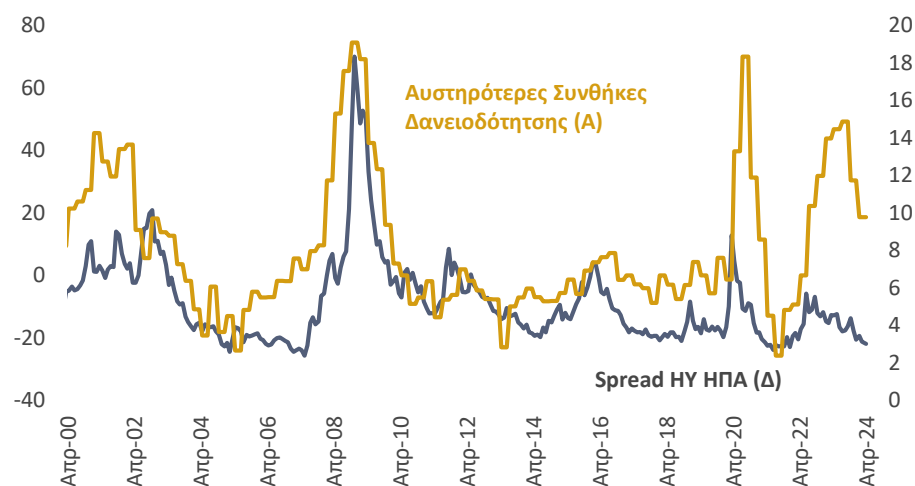


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

- Τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης (ΗΠΑ IG) υποχώρησαν 0,40% (συνολική απόδοση δείκτη το Α' τρίμηνο), υπεραπέδωσαν των αμερικανικών κρατικών ομολόγων αλλά υποαπέδωσαν έναντι των ομολόγων υψηλής απόδοσης (HY). Τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης (ΗΠΑ HY) έκλεισαν το τρίμηνο με άνοδο 1,5%, το έκτο συνεχόμενο τρίμηνο με κέρδη, ακολουθώντας την ανοδική πορεία των μετοχικών αγορών καθώς το consensus υιοθέτησε το σενάριο της «ήπιας επιβράδυνσης» της οικονομίας ως το βασικό σενάριο. Τα spread υποχώρησαν, ακολουθώντας την αυξημένη επιθυμία των επενδυτών για ανάληψη ρίσκου ενώ παράλληλα μειώθηκαν οι ενδείξεις για αυξημένες χρεοκοπίες και βελτιώθηκαν οι συνθήκες δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες εταιρίες το τελευταίο τρίμηνο.
- Το spread των ομολόγων ΗΠΑ IG, υποχώρησε 9μβ σε σχέση με το Δ' τρίμηνο του 2023, με τα θεμελιώδη στοιχεία των εταιριών να παραμένουν υγιή και τα εταιρικά αποτελέσματα να είναι σε γενικές γραμμές καλύτερα των εκτιμήσεων. Το spread των ομολόγων ΗΠΑ HY, σημείωσε ακόμα μεγαλύτερη πτώση το Α' τρίμηνο του 2024 (-24μβ), καθώς ο δείκτης μεταβλητότητας VIX παρέμεινε σε χαμηλά επίπεδα, κλείνοντας το τρίμηνο στο 13,01 (από 12,45 στις 29.12.23). Η απόδοση των HY κινήθηκε σε ένα σχετικά μικρό εύρος (7,59% με 7,66% μβ) και το spread έκλεισαν κοντά στα χαμηλά του τριμήνου (στις 299μβ) και κοντά στο χαμηλό δύο ετών.
- Με βάση τις ενδείξεις για τις συνθήκες δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, την ρευστότητα, τον λόγο νέων παραγγελιών προς αποθέματα του πρόδρομου δείκτη μεταποίησης ISM και το ποσοστό αθέτησης καταναλωτικών δανείων που δημοσιεύει η Fed (Delinquency rates on Consumer loans), τα spread των IG & HY θα ήταν εύλογο να διαμορφώνονται υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα. Με βάση όμως την μεταβλητότητα των μετοχικών αγορών το spread των IG είναι δίκαια αποτιμημένο και θα μπορούσε να διατηρηθεί σε αυτά τα επίπεδα για ένα διάστημα ακόμα. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα IG ομόλογα ΗΠΑ.
- Όσον αφορά τα HY, τα θεμελιώδη τους σταθεροποιήθηκαν το Δ' τρίμηνο, μετά από αρκετά τρίμηνα συνεχόμενης επιδείνωσης. Οι υψηλές αποδόσεις τους στην λήξη (YTM) συνεχίζουν να επιτρέπουν μια μικρή άνοδο του δείκτη ακόμα και σε μια διεύρυνση των spread από τα τρέχοντα επίπεδα. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας .

### 1 | ΗΠΑ HY Spreads (σε %) & Συνθήκες Δανειοδότησης



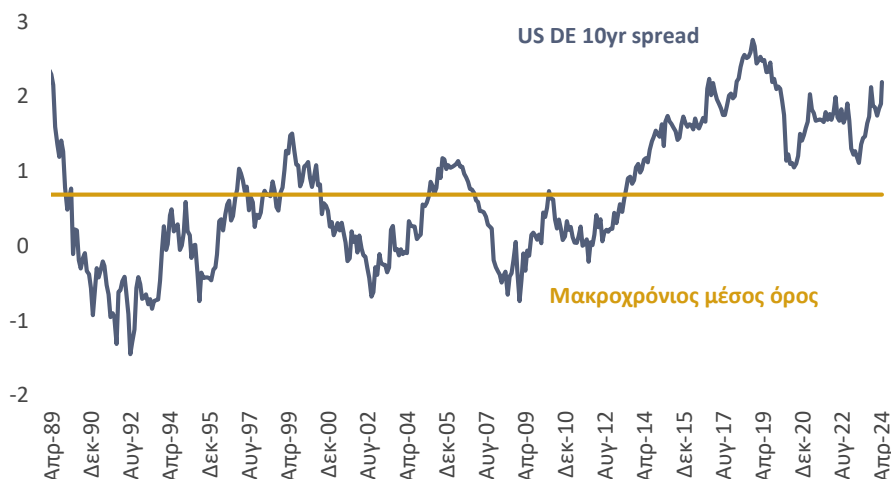
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



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

- Ανοδικές πιέσεις παρατηρήθηκαν στις αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων κατά το Α' τρίμηνο του 2024: **+28μβ για το γερμανικό 10ετές και 45μβ για το 2ετές ομόλογο. Οι πιέσεις στις αποδόσεις ήταν μικρότερες από ότι στις ΗΠΑ και η διαφορά 10ετών αποδόσεων ΗΠΑ-Γερμανίας αυξήθηκε κατά 4μβ. Σημαντική υποχώρηση παρατηρήθηκε στο 10ετές spread Ιταλίας-Γερμανίας κατά 29μβ στις 138μβ.**
- Οι κινήσεις της αγοράς ομολόγων του πυρήνα της Ευρωζώνης εξηγούνται τόσο από την ανοδική πίεση των αμερικάνικων αποδόσεων, καθώς η αγορά προεξοφλεί ότι η θετική δυναμική που επιδεικνύει η οικονομία των ΗΠΑ θα μεταφερθεί τελικά και στην Ευρωζώνη, όσο και από σημάδια σταθεροποίησης (και σποραδικών θετικών εκπλήξεων) που επιδεικνύει η ευρωπαϊκή οικονομία. Όπως συμβαίνει για τις ΗΠΑ έτσι και στην Ευρωζώνη η αγορά προεξοφλεί διατήρηση των επιτοκίων ψηλά για πολύ μεγαλύτερο διάστημα από ότι εκτιμούμε ότι μπορεί να αντέξει η οικονομία. Στην Ευρωζώνη η αγορά αναμένει ότι σε τρία χρόνια τα επιτόκια κατά μέσο όρο θα είναι στο 2,25%. Το νούμερο αυτό είναι υψηλό για την οικονομία της Ευρωζώνης, η μέση ανάπτυξη της οποίας υπολείπεται κατά 1% περίπου αυτής των ΗΠΑ, οπότε εάν το ουδέτερο επιτόκιο (αυτό που ούτε εμποδίζει ούτε βοηθά την ανάπτυξη) είναι 2,5% στις ΗΠΑ στην ΕΖ θα μπορούσε να εκτιμηθεί κοντά στο 1,5%.
- Το spread των αποδόσεων 10 ετών ομολόγων ΗΠΑ-Γερμανίας βρίσκεται στις 219μβ. Βραχυπροθέσμως η καλύτερη οικονομική επίδοση των ΗΠΑ θα μπορούσε να το οδηγήσει σχετικά υψηλότερα. Όμως θα πρέπει να παρατηρήσουμε **ότι στα επίπεδα αυτά ήδη ένα μεγάλο μέρος της αναπτυξιακής «ανωτερότητας» των ΗΠΑ είναι πιθανώς προεξοφλημένο.** Ο μακροχρόνιος (από το 1989) μέσος όρος βρίσκεται στις 68μβ, ενώ αυτός των τελευταίων 20 ετών βρίσκεται στις 108μβ.
- Οι ανησυχίες για το δημοσιονομικό έλλειμμα και την πιστοληπτική ικανότητα της Ιταλίας παραμένουν σε φάση αποκλιμάκωσης η οποία μπορεί να συνεχιστεί εφόσον η κυβέρνηση, σηματοδοτεί τις προθέσεις της για αποκλιμάκωση του ελλείματος από το 5,4%. Στην φάση αυτή οι αναλυτές αναμένουν μια διόρθωση προς το 4,1% το 2025 και στο 3,2% το 2026. Βέβαια όσο το spread Ιταλίας - Γερμανίας αποκλιμακώνεται είναι λογικό να αυξάνεται η ευαισθησία της αγοράς σε μια αρνητική έκπληξη. **Διατηρούμε την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα του πυρήνα ήπια θετική.**

#### 1 | Διαφορά Απόδοσης Αμερικάνικης με Γερμανικής 10ετίας

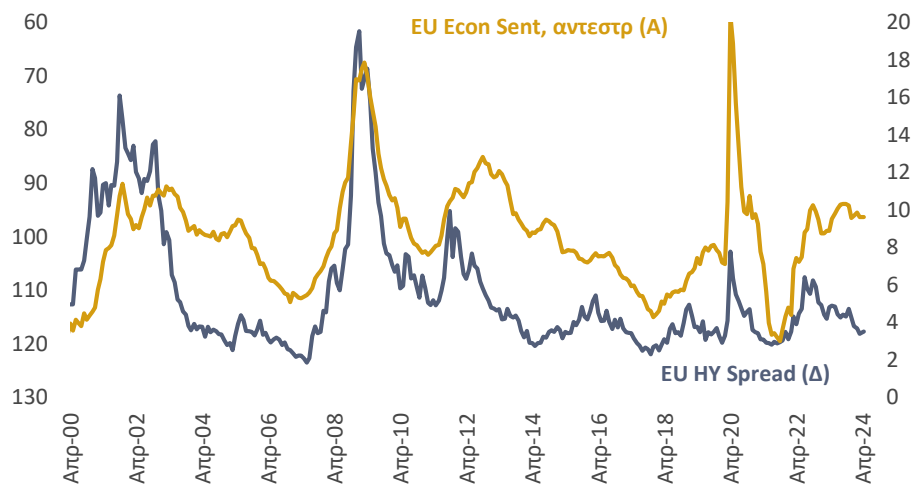


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

#### 4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά: Ήπια αρνητικοί στα IG και στα HY

- Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης (EZ IG) της Ευρωζώνης σημείωσαν μικρή θετική μεταβολή το Α' τρίμηνο (+0,4%) αλλά υποαπέδωσαν έναντι των εταιρικών ομολόγων υψηλής απόδοσης (EZ HY) που σημείωσαν άνοδο +1,6%.
- Σε σχέση με το Δ' τρίμηνο το **spread των εταιρικών ομολόγων IG υποχώρησε 24μβ και το spread των εταιρικών ομολόγων HY σημείωσε πτώση 34μβ** καθώς η επιθυμία των επενδυτών για ανάληψη ρίσκου ήταν ιδιαίτερα αυξημένη (ιστορικά υπάρχει μεγάλη συσχέτιση μεταξύ της απόδοσης των μετοχικών δεικτών και των τιμών των ομολόγων υψηλής απόδοσης). Για τα ομόλογα IG, οι αναβαθμίσεις στις αξιολογήσεις του χρέους τους από τους βασικούς πιστοληπτικούς οίκους ξεπέρασαν αριθμητικά τις υποβαθμίσεις. Συγκεκριμένα, οι αναβαθμίσεις ξεπέρασαν τις υποβαθμίσεις για 12 συνεχόμενα τρίμηνα αν και τα **θεμελιώδη μεγέθη των εταιριών IG (non-financials) επιδεινώθηκαν εκ νέου το Δ' τρίμηνο**, συνεχίζοντας την τάση των προηγούμενων τριμήνων, με τη μόχλευση να αυξάνεται σε υψηλό επίπεδο 3,58x. Επίσης ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (Interest Coverage Ratio) υποχώρησε το Δ' τρίμηνο του 2023 στο 9,6x, το χαμηλότερο επίπεδο ιστορικά. **Αντιθέτως, τα θεμελιώδη για τα εταιρικά ομόλογα HY ήταν συγκριτικά καλύτερα το Δ' τρίμηνο.** Η κάλυψη των τόκων (όσο υψηλότερη τόσο καλύτερα) βελτιώθηκε ελαφρά σε 5,39x το Δ' τρίμηνο από 5,23x το Γ'. Η μόχλευση (όσο χαμηλότερη τόσο καλύτερα) βελτιώθηκε επίσης, στο 3,89x έναντι 4,01x στο Γ' τρίμηνο ενώ παράλληλα η μειωμένη προσφορά εταιρικών εκδόσεων λόγω του υψηλού κόστους χρηματοδότησης οδήγησε σε μεγάλη υπερκάλυψη των εκδόσεων αντανακλώντας την ισχυρή ζήτηση των επενδυτών που έσπευσαν να κλειδώσουν υψηλές αποδόσεις πριν την πρώτη μείωση επιτοκίων από την ECB.
- Σύμφωνα με την εκτίμησή μας, το spread θα ήταν εύλογο να διαμορφωθεί υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα και για τις δύο κατηγορίες (IG & HY) βάσει των μακροοικονομικών δεικτών. Ωστόσο, αναμένουμε βελτίωση στα θεμελιώδη των εταιριών καθώς η ύφεση φαίνεται ότι θα αποφευχθεί. Παράλληλα καθώς η ζήτηση αναμένεται να παραμείνει αυξημένη εκτιμούμε ότι τα spread θα μπορούσαν να διατηρηθούν κοντά στα τρέχοντα επίπεδα. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα IG εταιρικά ομόλογα της Ευρωζώνης και μεταβάλλουμε την αρνητική άποψή μας για τα HY εταιρικά ομόλογα σε ήπια αρνητική καθώς η αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων αναμένεται να δράσει υποστηρικτικά.**

1 | EZ HY Spreads (σε %) και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

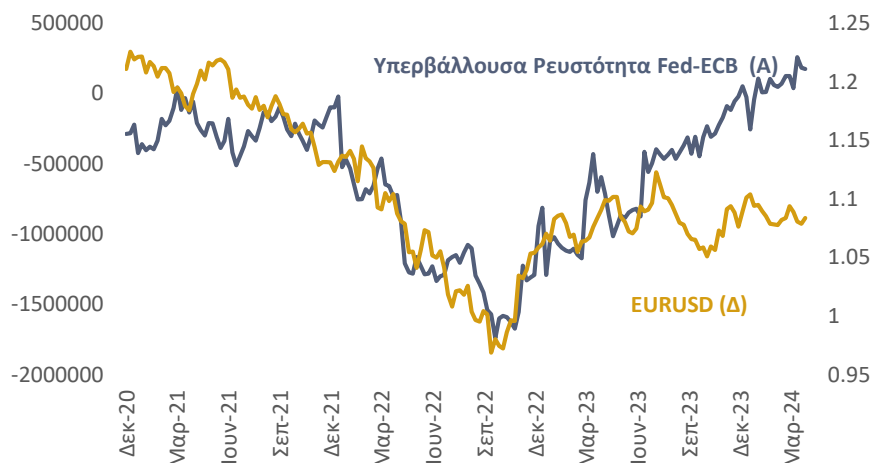


# 05 ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

## 5.1 USD | EURUSD: Ουδέτερη άποψη (Αρνητική βραχυπρόθεσμα)

- Το ξεκίνημα του 2024 βρήκε το δολάριο δυνατότερο κατά 3% καθώς οι προσδοκίες για 6 μειώσεις επιτοκίων δεν υποστηρίχθηκαν από τα οικονομικά δεδομένα των ΗΠΑ. Τα στοιχεία του πληθωρισμού και της ανάκαμψης συνεχίζουν να εμφανίζονται δυνατά τόσο σε απολυτό βαθμό όσο και σε σχέση με τις υπόλοιπες οικονομίες. Αυτή η υπεροχή της αμερικάνικης οικονομίας θα είναι θετική για το δολάριο ως ότου προεξοφληθεί από τις αγορές, με σχετική βεβαιότητα, το χρονοδιάγραμμα των μειώσεων των επιτοκίων των κεντρικών τράπεζων. Σε δεύτερο χρόνο όμως, καθώς μια θετική έκπληξη στην οικονομία των ΗΠΑ μεταφράζεται συνήθως ως θετικός παράγοντας για τον υπόλοιπο κόσμο, αναμένεται μια υποχώρηση του δολαρίου. Βέβαια εάν οι οικονομικοί κύκλοι μεταξύ ΗΠΑ και υπολοίπου κόσμου αποκλίνουν σημαντικά, τότε μια υπεροχή των ΗΠΑ θα οδηγούσε σε περαιτέρω ενδυνάμωση του δολαρίου. Πέρα από τις κυκλικές αυτές παραμέτρους, σε μακροχρόνιο ορίζοντα το δολάριο εκτιμάται ότι είναι υπερτιμημένο σύμφωνα με διαθρωτικές μεταβλητές όπως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών, το ομοσπονδιακό έλλειμα και η παραγωγικότητα της οικονομίας (κατά 3%, 8% και 11% σε ορίζοντα 1,2 και 3 έτη αντίστοιχα, σύμφωνα τις εκτιμήσεις των αναλυτών).
- Αντίστοιχα και οι μακροχρόνιες εκτιμήσεις για την ισοτιμία EURUSD βρίσκονται στο 1,14 (τέλος 2025). Σε ορίζοντα έτους όμως έχουν πρόσφατα υποχωρήσει από το 1,15 (Ιούλιο 2023) στο 1,10 καθώς η αγορά ενσωματώνει την κυκλική υπεροχή των ΗΠΑ. Βραχυπροθέσμα θα ήταν δυνατό να δούμε διατήρηση της δυναμικής αυτής. **Πέρα όμως από την νομισματική πολιτική, άλλοι παράγοντες παραμένουν υποστηρικτικοί του ευρώ** όπως οι υπεραποδόσεις των αγορών της ευρωπαϊκής περιφέρειας αλλά και η σχετικά αυξημένη δολαριακή ρευστότητα όπως μετρείται από τις καταθέσεις των Τραπεζών στην Fed έναντι των αντίστοιχων στην ECB. Ο ιταλικός δημοσιονομικός κίνδυνος αποτελεί ανησυχία αλλά και εδώ υπάρχει ένα «μαξιλάρι» καθώς το ευρώ ποτέ δεν ακολούθησε ανοδικά τη πορεία του spread Γερμανίας - Ιταλίας. Στο γεωπολιτικό μέτωπο οι αρνητικές επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία είναι μάλλον ενσωματωμένες στην τιμή (μέσα από την αργή ανάπτυξη της Γερμανίας). Η ενδεχόμενη εκλογή του Τραμπ από την άλλη δεν θεωρούμε ότι θα οδηγήσει σε «ακύρωση» του NATO αλλά τουναντίον, μια αύξηση των αμυντικών δαπανών θα ήταν υποστηρικτική της ανάπτυξης αλλά και του «κύρους» της ΕΕ. **Το τριμηνιαίο και το ετήσιο εύρος μετατοπίζονται πτωτικά στο 1,0455 – 1,0740 και 1,0350 – 1,1100 με διατήρηση του ετήσιου στόχου στο 1,10.**

### 1 | Υπερβάλλουσα Δολαριακή Ρευστότητα και EURUSD



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

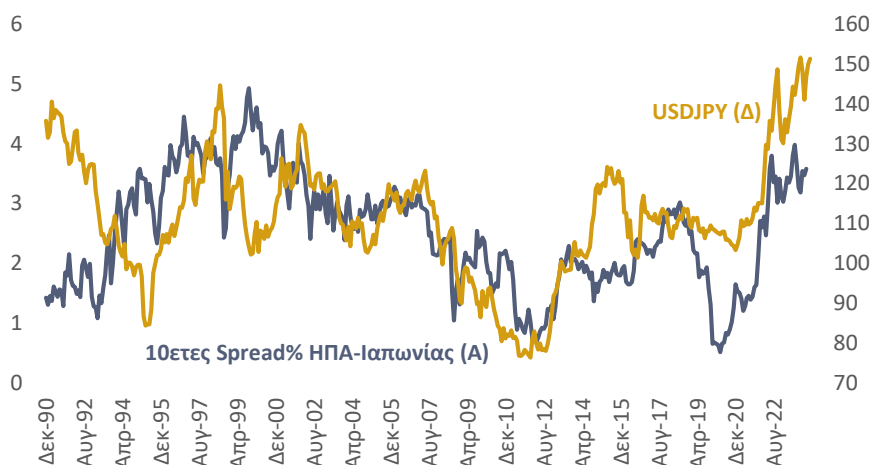




## 5.2 USDJPY: Αρνητική | EURGBP: Θετική

- Οι μακροχρόνιες εκτιμήσεις για την ισοτιμία USDJPY βρίσκονται στο 133 (τέλος 2025). Σε ορίζοντα έτους έχουν πρόσφατα αυξηθεί από το 124 (Ιούλιο 2023) στο 141. Το γεν βρίσκεται κάτω από ιδιαίτερη πίεση καθώς η αγορά τιμολογεί μια αυστηρότερη νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ. Η αλλαγή αυτή έχει επισκιάσει την ριζική αλλαγή της νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας της Ιαπωνίας θέτοντας τέλος, στην πολιτική αρνητικών επιτοκίων και τον έλεγχο της καμπύλης των αποδόσεων αλλά και τις προσδοκίες για 2 αυξήσεις επιτοκίων (10μβ εκάστη) μέχρι το τέλος του έτους. Εκτιμούμε ότι στα πρόσφατα επίπεδα, γύρω στα 152 USDJPY (υψηλό 34 ετών) η αγορά υπερβάλλει τις προσδοκίες σχετικά με την μελλοντική πορεία των επιτοκίων στις δυο οικονομίες αλλά και εκτιμήσεις της σχετικής ρευστότητας των δυο οικονομιών (ως συνάρτηση του χαρτοφυλακίου των δυο κεντρικών τραπεζών και άλλων παρομοίων μετρήσεων). Βραχυπροθέσμη η δυναμική αυτή δείχνει να συνεχίζεται καθώς η αγορά συναλλάγματος στοιχηματίζει ότι συνολικά η οικονομία της Ιαπωνίας δεν μπορεί να αντέξει μια πολύ αυστηρότερη νομισματική πολιτική. Δεδομένης της ιστορίας του αποπληθωρισμού και της ισχνής ανάπτυξης θεωρούμε ότι αυτό είναι σωστό μεν, πλήρως προεξοφλημένο δε στα παρόντα επίπεδα του γεν. **Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος αυξάνεται σε 142-158 (προηγ. 136,36 – 148,70) με άνοδο του ετήσιου στόχου στο 143,00 (προηγ. 138).**
- Πρόσφατα παρατηρούμε μια γρήγορη αποκλιμάκωση τόσο της πραγματικής ανάπτυξης του Ηνωμένου Βασιλείου όσο και του πληθωρισμού και η οικονομία αποθεμαίνεται πλέον γρηγορότερα από ότι αυτή της Ευρωζώνης με αποτέλεσμα την απότομη μεταστροφή της ρητορικής της κεντρικής τράπεζας. Η δυναμική αυτή έχει αποτυπωθεί και στα βραχυπρόθεσμα spread ΕΕ-ΗΒ τα οποία ενώ ακολούθησαν μια πτωτική πορεία παράλληλα με την ισοτιμία EURGBP οδηγώντας την στην περιοχή του 0,85, τώρα έχουν αρχίσει μια σταδιακή άνοδο με την ισοτιμία να υπολείπεται της κίνησης αυτής. Αυτή η δυναμική θα συνηγορούσε σε ένα δυνατότερο ευρώ. Από την άλλη πλευρά όμως ιστορικά η στερλίνα επωφελείται περισσότερο σε περιόδους χαμηλής μεταβλητότητας κάτι που δεν έχει συμβεί στο παρόν περιβάλλον. Το ευρώ είναι στο στάδιο αυτό δίκαια αποτιμημένο (οι προσδοκίες της αγοράς για τα έτη 2025 -2028 είναι στο 0,865). Ίσως η πρόσφατη πολιτική αστάθεια στο ΗΒ αλλά και οι διαθρωτικές συνέπειες του Brexit να συνηγορούν μακροπρόθεσμα σε μια πιο αδύναμη στερλίνα. **Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω για την ισοτιμία EURGBP, μεταβάλουμε σε θετική την άποψή μας τόσο σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα όσο και σε ετήσια βάση. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται στο 0,8410 - 0,8980 με στόχο στο 0,8800.**

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



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



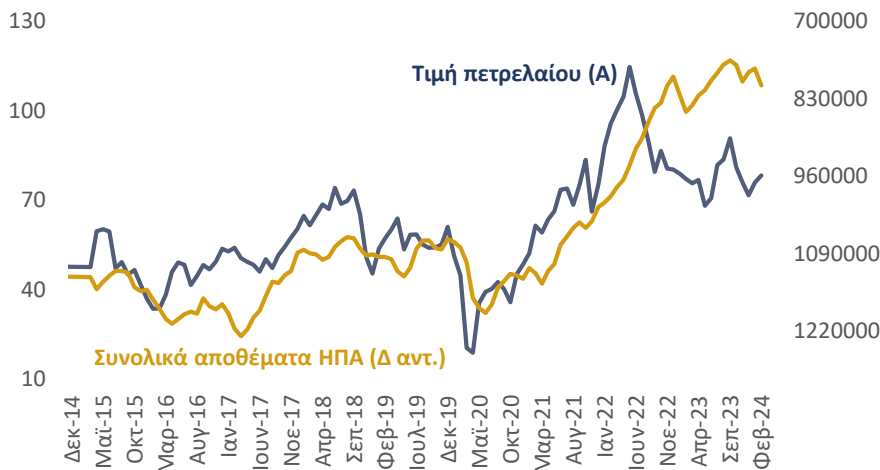
06

## ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

### 6.1 Πετρέλαιο: Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας

- Οι πετρελαϊκές τιμές κατέγραψαν υψηλές αποδόσεις το Α΄ τρίμηνο του 2024 (WTI +16,08%, Brent +13,55%) βρίσκοντας στήριξη στις παραγωγικές περικοπές και στο γεωπολιτικό ρίσκο.
- Έτσι, ενώ ο ΟΠΕΚ+ διατηρεί τις υφιστάμενες πετρελαϊκές περικοπές και στο Β΄ τρίμηνο, χώρες-μέλη του όπως η Ρωσία, αναμένεται να ενισχύσουν περαιτέρω τις εθελοντικές περικοπές στηρίζοντας το τρέχον επίπεδο της τιμής. Στις ΗΠΑ, τα αποθέματα πετρελαίου, αν και δείχνουν μια μικρή ενίσχυση το τελευταίο διάστημα (Διάγραμμα 1), η σημαντική υποχώρησή τους τα τελευταία τέσσερα χρόνια συνεχίζει να λειτουργεί υποστηρικτικά της τιμής του πετρελαίου.
- Παράλληλα, η ζήτηση αναμένεται να εμφανίσει συγκρατημένο ρυθμό αύξησης, όπως αναφέρεται στις εκθέσεις του ΟΠΕΚ+ (αύξηση κατά 2,25 εκατ. βαρέλια/ημέρα το 2024) και της Διεθνούς Υπηρεσίας Ενέργειας (αύξηση κατά 1,3 εκατ. βαρέλια/ημέρα το 2024), παρά τις προσδοκίες για μια ικανοποιητική παγκόσμια ανάπτυξη τους επόμενους μήνες.
- Μεσοπρόθεσμα, οι γεωπολιτικές αναταράξεις και οι κίνδυνοι της εφοδιαστικής αλυσίδας σε συνδυασμό με την παράταση των περικοπών, δύναται να ασκήσουν ανοδική πίεση στην τιμή (πιθανώς έως τα \$95 δολάρια/βαρέλι).
- Παρότι η τάση παραμένει ανοδική, επιπλέον παράγοντες όπως οι μεταβολές της ζήτησης, της προσφοράς, του δολαρίου, των πραγματικών επιτοκίων και η κλίση της καμπύλης των αμερικανικών επιτοκίων, δίνουν μια δίκαιη εκτίμηση για την τιμή κοντά στα \$73, καθιστώντας το πετρέλαιο ακριβό σε σχέση με την τρέχουσα τιμή του.
- Ανακεφαλαιώνοντας, οι διακυμάνσεις στις διεθνείς πετρελαϊκές τιμές πιθανά να διατηρηθούν με μια τάση «εξισορρόπησης» ανάμεσα στις βελτιωμένες οικονομικές συνθήκες, λαμβανομένου και του ενδεχομένου μείωσης των επιτοκίων από τη Fed και των γεωπολιτικών κινδύνων. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας.

1 | Τιμή Πετρελαίου & Συνολικά αποθέματα ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

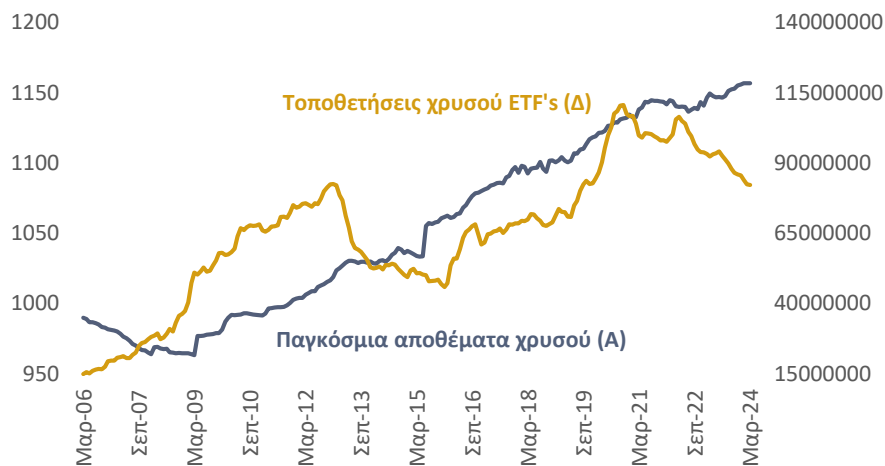




## 6.2 Χρυσός: Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας

- Ο χρυσός σημείωσε επιπλέον κέρδη 8% το Α΄ τρίμηνο του 2024, επεκτείνοντας τα κέρδη του Δ΄ τριμήνου (+11,60%), υποστηριζόμενος από τις αγορές χρυσού από τις Κεντρικές Τράπεζες Αναδυομένων οικονομιών και τη ζήτηση ασφαλούς καταφυγίου απέναντι στη γεωπολιτική αβεβαιότητα, αγνοώντας άλλους παράγοντες όπως το δυνατό δολάριο και τις ανοδικές ομολογιακές αποδόσεις στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ.
- Σύμφωνα με στοιχεία του World Gold Council, από την αρχή του χρόνου οι Κεντρικές Τράπεζες Αναδυομένων κυρίως οικονομιών πρόσθεσαν στα αποθεματικά τους 64 επιπλέον τόνους χρυσού στο δίμηνο Ιανουαρίου-Φεβρουαρίου λόγω των γεωπολιτικών κινδύνων, με χαρακτηριστικές περιπτώσεις, μεταξύ άλλων, την Κίνα (+12 τόνους), την Ινδία (+6 τόνους) και την Τουρκία (+4 τόνους). Επίσης, η απότομη αύξηση της τιμής του χρυσού θα μπορούσε να είναι αποτέλεσμα και της ενισχυμένης κερδοσκοπίας, κυρίως από hedge funds. Όμως παράλληλα, το υψηλό επίπεδο αποτίμησής του, περιόρισε τις θέσεις των διαχειριστών ETFs που επενδύουν σε χρυσό (Διάγραμμα 1).
- Παρά την ύπαρξη αρνητικής συσχέτισης του χρυσού με τα πραγματικά επιτόκια, τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ και του δολαρίου, όλοι οι παραπάνω παράγοντες **δεν φάνηκε να επηρεάζουν την τιμή του πολύτιμου μετάλλου**, ενδεικτικό στοιχείο της αβεβαιότητας που κυριαρχεί στην αγορά. Όμως παρόλα αυτά, εξακολουθεί να παραμένει ακριβό.
- Ανακεφαλαιώνοντας, **μεσοπρόθεσμα ο αντισταθμιστικός του ρόλος απέναντι στις γεωπολιτικές αναταράξεις (πόλεμοι, εκλογές) πιθανά να συνεχίσει να λειτουργεί υποστηρικτικά της τιμής του ως ασφαλές καταφύγιο**. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμα, το υψηλό επίπεδο αποτίμησης πιθανά να λειτουργήσει αρνητικά ως μια προσπάθεια κατοχύρωσης κερδών από τους επενδυτές. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.**

1 | Τοποθετήσεις χρυσού ETF's & Αποθεματικά χρυσού IMF



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



# 07

## ΠΙΝΑΚΑΣ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΘΕΣΕΩΝ

Μετοχές		
ΗΠΑ	<b>Ήπια Αρνητική</b>	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας καθώς οι αποτιμήσεις παραμένουν σε υψηλά επίπεδα όπως και η εκτιμώμενη μεταβολή της κερδοφορίας σε σχέση με αυτές που υποδεικνύουν οι μακροοικονομικές θεμελιώδεις μεταβλητές.
Ευρωζώνης	<b>Ήπια Αρνητική</b>	Αναβαθμίζουμε σε ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ από αρνητική προηγουμένως, καθώς η ύφεση την περιοχή φαίνεται να έχει αποφευχθεί και τα στοιχεία για την οικονομική δραστηριότητα εμφανίζουν εικόνα σταθεροποίησης.
Ιαπωνίας	<b>Ήπια Αρνητική</b>	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς σε όρους αποτίμησης είναι πιο ακριβή από την ΕΖ. Η χώρα απέφυγε την τεχνική ύφεση και η κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας ξεκίνησε τον κύκλο ανόδου των επιτοκίων.
Αναδυόμενες Αγορές	<b>Ουδέτερη</b>	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις ΑΑ, καθώς η διαφορά της ανάπτυξης του ΑΕΠ των ΑΑ έναντι των ανεπτυγμένων αναμένεται να διευρυνθεί το 2024 και το 2025. Παράλληλα παραμένουν χαμηλότερες οι αποτιμήσεις των ΑΑ και υψηλότερη η μερισματική απόδοση σε σχέση με την ΕΖ.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	<b>Ήπια θετική</b>	Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ καθώς συνεχίζουμε να εκτιμούμε ότι η πρώτη μείωση των επιτοκίων θα έρθει το Β' εξάμηνο του έτους. Βραχυπρόθεσμα, μια περαιτέρω πτωτική κίνηση είναι πιθανή.
Κρατικά Ευρωζώνης	<b>Ήπια θετική</b>	Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας καθώς η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα επιτρέψει στην ΕΚΤ να μεταβάλλει την αυστηρή ρητορική της και να προχωρήσει σε χαλάρωση της νομισματικής της πολιτικής.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	<b>Ουδέτερη</b>	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα IG ομόλογα ΗΠΑ καθώς το οι αποδόσεις θα μπορούσαν να διατηρηθούν κοντά στα τρέχοντα επίπεδα για ένα διάστημα ακόμα. Οι ανάγκες χρηματοδότησης των εταιριών παραμένουν σχετικά χαμηλές.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	<b>Ήπια Αρνητική</b>	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ. Τα θεμελιώδη τους σταθεροποιήθηκαν το Δ' τρίμηνο του 2023 ωστόσο το spread παραμένει σε αρκετά χαμηλά επίπεδα και κατ' επέκταση είναι ευάλωτο σε τυχόν αρνητικές εκπλήξεις.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	<b>Ήπια Αρνητική</b>	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τα Ευρωπαϊκά IG. Οι αναβαθμίσεις ξεπέρασαν τις υποβαθμίσεις για 12 συνεχόμενα τρίμηνα ενώ τα θεμελιώδη μεγέθη επιδεινώθηκαν το Δ' τρίμηνο. Το spread παραμένει σε χαμηλά επίπεδα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	<b>Ήπια Αρνητική</b>	Μεταβάλλουμε σε ήπια αρνητική την άποψή μας. Τα θεμελιώδη για τα εταιρικά ΗΥ ομόλογα ήταν συγκριτικά καλύτερα το Δ' τρίμηνο. Η κάλυψη των τόκων όπως και η μόχλευση βελτιώθηκαν ενώ παράλληλα η προσφορά εταιρικών εκδόσεων μειώθηκε.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	<b>Ουδέτερη</b>	Η αρνητική τάση της ισοτιμίας αναμένεται να συνεχιστεί βραχυπρόθεσμα καθώς η υπεροχή της αμερικανικής οικονομίας θα είναι θετική για το δολάριο. Ωστόσο το Ευρώ παραμένει φτηνό σε σχέση με τα θεμελιώδη. Το αναμενόμενο τριμηνιαίο και ετήσιο εύρος διαμορφώνονται σε 1,0455 - 1,0740 και 1,0350 - 1,1100 με στόχο στο 1,1000.
USDJPY	<b>Αρνητική</b>	Η άποψή μας μεταβάλλεται σε αρνητική, σε ετήσιο ορίζοντα. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος διαμορφώνεται σε 142,00 - 158,00 με στόχο στο 143,00.
EURGBP	<b>Θετική</b>	Μεταβάλλουμε σε θετική την άποψή μας τόσο βραχυπρόθεσμα όσο και σε ετήσιο ορίζοντα. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται σε 0,8410 - 0,8980 με στόχο στο 0,8800.
Εμπορεύματα		
Χρυσός	<b>Ήπια Αρνητική</b>	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας καθώς μεσοπρόθεσμα ο αντισταθμιστικός του ρόλος απέναντι στις γεωπολιτικές αναταράξεις πιθανά να συνεχίσει να λειτουργεί υποστηρικτικά ως ασφαλές καταφύγιο, ενώ βραχυπρόθεσμα η υψηλή του αποτίμηση ίσως λειτουργήσει αρνητικά ως προσπάθεια κατοχύρωσης κερδών από τους επενδυτές.
Πετρέλαιο	<b>Ουδέτερη</b>	Η γεωπολιτική αστάθεια συντηρεί μια ανοδική τάση, αλλά η τιμή δεν δικαιολογείται από τα περισσότερα θεμελιώδη.



# ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ



ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Επενδυτική Στρατηγική

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ							
Χρονική Περίοδος	Πραγματικό ΑΕΠ		Αγορά Εργασίας		Πληθωρισμός (βάσει του:		
	SA-Τριμηνιαία-ετησιοποιημένη % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	% ανεργίας	Νέες Θέσεις εργασίας *	Δείκτη Τιμών Καταναλωτή	Price index PCE (SA)	Core PCE (SA)**
2020	-2,2	-2,2	3,7	166	1,2	1,1	1,3
2021	5,8	5,8	8,1	-773	4,7	4,2	3,6
2022	1,9	1,9	5,4	604	8,0	6,5	5,2
2023	2,5	2,5	3,6	377	4,1	3,8	4,1
2022 Q1	-2	3,6	3,8	536	8,0	6,6	5,5
Q2	-0,6	1,9	3,6	326	8,7	6,8	5,2
Q3	2,7	1,7	3,5	396	8,3	6,6	5,2
Q4	2,6	0,7	3,6	252	7,1	5,9	5,1
2023 Q1	2,2	1,7	3,5	305	5,8	5,0	4,8
Q2	2,1	2,4	3,6	274	4,0	3,9	4,6
Q3	4,9	2,9	3,7	213	3,5	3,3	3,8
Q4	3,4	3,1	3,7	212	3,2	2,8	3,2
2024 Q1	;	;	3,8	276	3,3	;	;
Q2	;	;	;	;	;	;	;
Q3	;	;	;	;	;	;	;
Q4	;	;	;	;	;	;	;
Οκτ-23			3,8	165	3,2	2,9	3,4
Νοε-23			3,7	182	3,1	2,7	3,2
Δεκ-23			3,7	290	3,4	2,6	2,9
Ιαν-24			3,7	256	3,1	2,4	2,9
Φεβ-24			3,9	270	3,2	2,5	2,8
Μαρ-24			3,8	303	3,5	;	;

\* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

\*\*PCE-food & energy

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ (συνέχεια)										
Χρονική Περίοδος	ISM		Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης		Εμπορικό Ισοζύγιο (SA-δισ. €)	Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		NAHB
	Μεταποίησης	Υπηρεσιών	Παν/μίου Μίσγκαν	Confere-ence Board		SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	
2020	52,4	54,3	81,5	101,0	-54,4	-7,2	-7,2	0,9	0,9	70,0
2021	60,6	62,4	77,6	112,7	-70,1	4,4	4,4	18,4	18,4	81,2
2022	53,5	56,1	59,0	104,5	-79,3	3,4	3,4	9,6	9,6	59,0
2023	47,1	52,8	65,4	105,4	-65,0	0,2	0,2	3,2	3,2	44,3
2022 Q1	57,7	58,5	63,1	108,1	-92,0	3,7	4,5	3,1	12,7	81,0
Q2	55,0	56,9	57,9	103,4	-83,6	4,1	3,6	3,4	9,5	71,0
Q3	52,1	56,0	56,1	102,2	-70,2	2,1	3,5	0,1	10,0	50,0
Q4	49,0	53,0	58,8	104,2	-71,2	-2,5	1,9	0,2	6,6	34,0
2023 Q1	47,2	53,6	64,6	104,5	-66,6	-0,3	0,7	1,5	5,1	40,3
Q2	46,7	52,3	62,4	105,4	-67,3	0,8	0,2	-0,2	1,6	50,0
Q3	47,6	53,4	69,7	109,0	-62,0	1,6	0,0	1,7	3,0	50,0
Q4	46,9	51,6	64,9	102,7	-64,0	-1,8	0,0	0,6	3,3	37,0
2024 Q1	49,1	52,5	77,5	106,8	;	;	;	;	;	47,7
Q2	;	;	;	;	;	;	;	;	;	;
Q3	;	;	;	;	;	;	;	;	;	;
Q4	;	;	;	;	;	;	;	;	;	;
Οκτ-23	46,9	51,9	63,8	99,1	-65,2	-0,7	-0,9	-0,3	2,4	40,0
Νοε-23	46,6	52,5	61,3	101,0	-62,7	0,4	-0,2	0,0	3,9	34,0
Δεκ-23	47,1	50,5	69,7	108,0	-64,2	-0,3	1,0	0,1	3,5	37,0
Ιαν-24	49,1	53,4	79,0	110,9	-67,6	-0,5	0,0	-1,1	1,4	44,0
Φεβ-24	47,8	52,6	76,9	104,8	-68,9	0,1	-0,1	0,6	5,5	48,0
Μαρ-24	50,3	51,4	76,5	104,7	;	;	;	;	;	51,0



ΤΡΑΠΕΖΑ ΠΕΙΡΑΙΩΣ Επενδυτική Στρατηγική

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης							
Χρονική Περίοδος	Πραγματικό ΑΕΠ		Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ)		Πρόδρομοι Δείκτες		
	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Συνολικός	Δομικός	Σύνθετος PMI	Οικονομικού κλίματος	Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης
2020	-6,1	-6,1	0,3	0,7	44,0	87,9	-14,2
2021	5,9	5,9	2,6	1,5	54,9	111,2	-7,5
2022	3,4	3,4	8,4	3,9	51,4	102,1	-21,9
2023	0,4	0,4	5,5	5,0	49,8	96,4	-17,4
2021 Q1	0,4	-0,2	1,0	1,1	49,9	98,7	-12,2
Q2	2,1	14,9	1,8	0,9	56,8	110,5	-5,9
Q3	2,1	4,6	2,9	1,4	58,5	118,4	-4,3
Q4	0,6	5,2	4,7	2,4	54,3	117,2	-7,5
2022 Q1	0,6	5,4	6,1	2,7	54,2	111,3	-13,6
Q2	0,8	4,1	8,0	3,7	54,2	104,2	-22,7
Q3	0,5	2,5	9,3	4,4	49,0	97,6	-27,0
Q4	0,0	1,9	10,0	5,1	48,1	95,4	-24,4
2023 Q1	0,0	1,3	8,0	5,5	52,0	99,2	-19,6
Q2	0,1	0,6	6,2	5,5	52,3	97,1	-17,0
Q3	-0,1	0,1	4,9	5,1	47,5	94,2	-16,3
Q4	0,0	0,1	2,7	3,7	47,2	94,9	-16,6
Οκτ-23			2,9	4,2	46,5	93,9	-17,9
Νοε-23			2,4	3,6	47,6	94,2	-16,9
Δεκ-23			2,9	3,4	47,6	96,5	-15,1
Ιαν-24			2,8	3,3	47,9	96,1	-16,1
Φεβ-24			2,6	3,1	49,2	95,5	-15,5
Μαρ-24			2,4	2,9	50,3	96,3	-14,9

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

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης (συνέχεια)								
Χρονική Περίοδος	Ανεργία	Εμπορικό Ισοζύγιο		Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		Προσφορά χρήματος Μ3
	%	SA-δισ. €*	NSA-δισ. €*	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή
2020	7,9	218,6	224,3	-7,7	-7,7	-1,2	-1,2	9,0
2021	7,7	98,0	104,8	8,8	8,8	5,3	5,3	9,0
2022	6,8	-345,1	-335,0	2,1	2,1	0,9	0,9	5,8
2023	;	57,1	64,0	-2,4	-2,4	-2,1	-2,1	0,5
2021 Q1	8,3	61,0	54,0	1,6	5,1	-1,7	2,0	11,7
Q2	8,0	36,8	41,0	-0,3	23,8	4,2	12,1	8,9
Q3	7,5	24,5	25,2	0,1	6,5	1,5	2,6	8,0
Q4	7,1	-24,3	-15,4	1,1	2,6	1,0	4,7	7,4
2022 Q1	6,9	-56,5	-61,8	0,4	1,3	-0,3	6,3	6,6
Q2	6,8	-99,7	-93,6	0,0	1,7	-0,8	1,4	6,2
Q3	6,8	-127,2	-128,0	2,2	3,4	-0,5	-0,5	5,9
Q4	6,7	-61,8	-51,6	-1,3	1,9	-1,2	-2,8	4,4
2023 Q1	6,6	-10,2	-10,9	-0,5	0,6	-0,4	-2,9	2,5
Q2	6,5	1,0	5,1	-1,6	-1,0	-0,2	-2,3	0,9
Q3	6,6	26,0	23,2	-1,5	-4,9	-0,4	-2,3	-1,0
Q4	6,5	40,3	46,5	0,0	-4,0	0,2	-0,8	-0,6
Οκτ-23	6,6	10,5	10,1	-0,5	-6,3	0,3	-1,2	-1,0
Νοε-23	6,5	15,6	19,6	0,4	-5,3	0,5	-0,6	-0,9
Δεκ-23	6,5	14,3	16,8	1,6	0,2	-0,6	-0,6	0,2
Ιαν-24	6,5	28,0	11,4	-3,2	-6,7	0,0	-0,9	0,1
Φεβ-24	6,5	:	:	:	:	-0,5	-0,7	0,4
Μαρ-24	:	:	:	:	:	:	:	:



# ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΕΠΙΚΟΙΝΩΝΙΑΣ

## Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

**Λεκκός Ηλίας**  
*Chief Economist*

Lekkosi@piraeusbank.gr  
Τηλ. 210 328 8120

**Πατίκης Βασίλειος**  
*Director*

Patikisv@piraeusbank.gr  
Τηλ. 210 373 9178

**Παπιώτη Λιάνα**  
*Adm. Assistant*

PapiotiE@piraeusbank.gr  
Τηλ. 210 328 8187

## Οικονομική Ανάλυση

**Παπακώστας Χρυσοβαλάντης**

Papakostasc@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4491

**Ρόσικα Δημητρία**

RotsikaD@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4494

**Στεφάνου Αικατερίνη**

StefanouA@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4522

## Επενδυτική Στρατηγική

**Αναστασοπούλου Ελένη**

AnastasopoulouEle@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4502

**Γαβαλάς Στέφανος**

Gavalass@piraeusbank.gr  
Τηλ. 216 300 4503

**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 οποιοδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με

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

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

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

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



Η «Επενδυτική Στρατηγική - 2ο Τρίμηνο 2024» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση  
<http://www.piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>





ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ