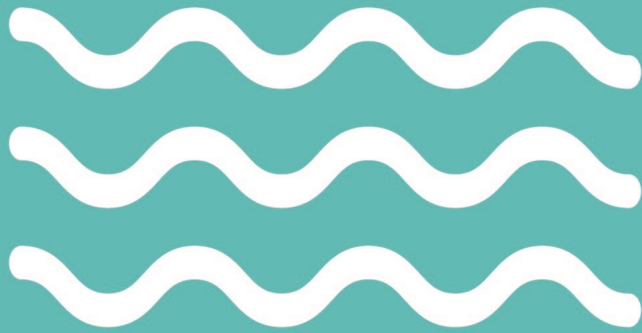


Γ' Τρίμηνο 2024



# Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ  
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

## Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	2
2. Οικονομία	6
2.1 ΗΠΑ	6
2.2 Ευρωζώνη	8
2.3 Ιαπωνία	10
2.4 Κίνα	11
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας	12
3. Μετοχές	13
3.1 ΗΠΑ	13
3.2 Ευρωζώνη	15
3.3 Ιαπωνία   Αναδυόμενες   Κίνα	17
4. Ομόλογα	18
4.1 ΗΠΑ Κρατικά	18
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	19
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	20
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά	21
5. Συνάλλαγμα	22
5.1 EURUSD	22
5.2 USDJPY   EURGBP	23
6. Εμπορεύματα	24
6.1 Πετρέλαιο	24
6.2 Χρυσός	25
7. Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων	26
8. Παράρτημα	27

## 01 Εισαγωγή

### **Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον: Η πλειοψηφία (των αναλυτών) θα απογοητευθεί**

Μετά από μεγάλη αναμονή με πολλές πρόωρες - όπως αποδείχθηκε εκ των υστέρων - προσδοκίες, ο κύκλος μείωσης των επιτοκίων και κατά συνέπεια άσκησης πιο χαλαρής νομισματικής πολιτικής από πλευράς Κεντρικών Τραπεζών έχει επιτέλους ξεκινήσει. Ομολογουμένως πρόκειται για ένα αντισυμβατικό κύκλο παγκόσμιας (εκτός Ιαπωνίας) νομισματικής χαλάρωσης καθώς είναι από τις λίγες φορές όπου η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) δεν βρίσκεται στην πρωτοπορία των μειώσεων επιτοκίων. Αντίθετα, σε χαλάρωση νομισματικής πολιτικής έχουν ήδη προχωρήσει οι κεντρικές τράπεζες των Ευρωζώνης, Καναδά, Ελβετίας, Σουηδίας, ενώ αναμένουμε η πρώτη κίνηση της Fed να λάβει χώρα τον Σεπτέμβριο. Όπως έχουμε επανειλημμένα σχολιάσει κατά την άποψη μας η διαφορετικότητα και ο ιδιαίτερος δυναμισμός της αμερικανικής οικονομίας που έχει υποχρεώσει τη Fed να αναβάλλει συνεχώς την πολύ-αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων, δεν οφείλεται τόσο στις τεχνολογικές εξελίξεις και στην τεχνητή νοημοσύνη (όπως πιστεύει η πλειοψηφία των αναλυτών) αλλά σε πιο «παραδοσιακούς» παράγοντες όπως οι αυξανόμενες δημοσιονομικές δαπάνες (και τα αναπόφευκτα ελλείματα) και η ιδιωτική κατανάλωση. Καθώς λοιπόν η δημοσιονομική πολιτική γίνεται - οριακά έστω - πιο περιοριστική, ο ρυθμός αύξησης των μισθών συνεχίζει και επιστρέφει σε πιο διατηρήσιμα και συμβατά επίπεδα κάτω του 4% και οι αποταμιεύσεις της πανδημίας απομειώνονται, αυξάνεται συνεχώς η πεποίθησή μας για επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ στα επίπεδα του 1,5%-2%. Η πρόβλεψη αυτή μπορεί να είναι απολύτως συμβατή με το σενάριο της «χωρίς ύφεσης επιβράδυνσης», ταυτόχρονα όμως είναι αισθητά υποδεέστερη των προσδοκίων της πλειοψηφίας των αναλυτών (consensus) για ανάπτυξη 2,3%. **Συνεπώς - υπό την προϋπόθεση ότι οι εκτιμήσεις μας θα επιβεβαιωθούν - υπάρχει μια ισχυρή πιθανότητα το προσεχές διάστημα να καταγραφούν πτωτικές αναθεωρήσεις των προβλέψεων για την οικονομία των ΗΠΑ.**

Στον αντίποδα, στην Ευρωζώνη, οι οικονομικές εκπλήξεις έχουν αποκτήσει θετικό πρόσημο, υπό την έννοια ότι τα ανακοινθέντα οικονομικά στοιχεία ξεπερνούν τις προσδοκίες των αναλυτών και συνεπώς εκπλήσσουν θετικά. Ωστόσο και σε αυτή τη περίπτωση θα πρέπει να δούμε τις προσδοκίες της πλειοψηφίας υπό τη σωστή προοπτική τους. Σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία, το ΑΕΠ της Ευρωζώνης το Α' τρίμηνο 2024 αυξήθηκε μόνο κατά 0,4% σε ετήσια βάση ενώ μια σειρά πρόδρομων δεικτών (PMI και Δείκτης Οικονομικού Κλίματος) - οι οποίοι μας παρέχουν μια πρώτη ένδειξη των επερχόμενων στοιχείων - έχουν επιβραδύνει σημαντικά. **Συνεπώς και στην περίπτωση της Ευρωζώνης το consensus των προβλέψεων για το 2024 βρίσκεται σε κίνδυνο να διαψευστεί, παρά το γεγονός ότι ο μέσος όρος των εκτιμήσεων για την ανάπτυξη στην Ευρωζώνη περιορίζεται στο 0,7%.** Ακόμα δε μεγαλύτερο περιθώριο για πτωτική αναθεώρηση υπάρχει αναφορικά με τις προβλέψεις για ανάπτυξη 1,4% το 2025. Οποιαδήποτε προσπάθεια δημοσιονομικού περιορισμού (δεδομένου ότι 7 οικονομίες βρίσκονται πλέον σε διαδικασία υπερβολικού ελλείματος) οδηγεί σε περαιτέρω επιδείνωση της πορείας οικονομικής ανάκαμψης. Στον αντίποδα, οποιαδήποτε τόνωση των μισθολογικών απολαβών καθώς και επιτάχυνση απορρόφησης των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας αποτελούν παράγοντες αισιοδοξίας.

Έως τώρα έχουμε περιοριστεί στην ανάλυση των μετρήσιμων επιπτώσεων μακροοικονομικών παραγόντων στην οικονομική δραστηριότητα αλλά δεν έχουμε ενσωματώσει στην ανάλυση μας τις επιπτώσεις μη-ποσοτικοποιήσιμων παραγόντων όπως η γεωπολιτική αβεβαιότητα. Εκλογές σε Γαλλία, Ηνωμένο Βασίλειο, ΗΠΑ, πολιτική δυστοκία σε Γερμανία, οικονομικοπολιτικός ανταγωνισμός μεταξύ ΗΠΑ-Κίνας και ΕΕ-Κίνας καθώς και οι συνεχιζόμενοι πόλεμοι στην Ουκρανία και στη Γάζα, αποτελούν παράγοντες σημαντικών γεωπολιτικών κινδύνων. Οι περιπτώσεις αυτών των κινδύνων έχουν τέτοια μη-προβλέψιμα και μη-γραμμικά χαρακτηριστικά που οι αγορές έχουν υιοθετήσει μια εξαιρετικά πρακτική στρατηγική αντιμετώπισης τους. Έχουν δηλαδή αποφασίσει να τους αγνοούν μέχρι νεωτέρας. Δηλαδή μέχρι τη στιγμή που οι επιπτώσεις τους θα καταστούν σαφείς και ποσοτικοποιήσιμες σε όλους μας. **Κατά συνέπεια όλες οι οικονομικές μας αναλύσεις όσο και τα σενάρια για την πορεία των αγορών ισχύουν υπό την προϋπόθεση ότι όλοι αυτοί οι μη-ποσοτικοποιήσιμοι παράγοντες αβεβαιότητας είτε θα παραμείνουν στο παρασκήνιο είτε στην καλύτερη περίπτωση, θα υποβαθμιστεί η σημασία και οι συνέπειές τους.**

### **Από τη (Μάκρο) Οικονομία στις Αγορές: ο κύκλος χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής εναντίον του κύκλου γεωπολιτικής αβεβαιότητας**

Λαμβάνοντας όλα τα ανωτέρω υπόψη, η τοποθέτηση μας είναι ότι τα γεωπολιτικά ρίσκα και εν γένει η αυξημένη αβεβαιότητα πρέπει να επηρεάσουν ΑΛΛΑ ΟΧΙ να καθορίσουν την επενδυτική μας στρατηγική. Συνεπώς σε ότι αφορά τις τοποθετήσεις μας σε μετοχικές αξίες αναγνωρίζουμε πλήρως το γεγονός ότι ο συνδυασμός σχετικά ήπιων ρυθμών ανάπτυξης, πτωτικού πληθωρισμού και μείωσης επιτοκίων δημιουργούν ένα θετικό περιβάλλον για τις αποτιμήσεις των μετοχών. Ταυτόχρονα όμως πρέπει να λάβουμε υπόψη μας τις πολύ υψηλές αποτιμήσεις, το μικρό εύρος της αγοράς όπου ένα πολύ μικρό πλήθος μεγα-μετοχών οδηγούν τους δείκτες σε νέα υψηλά καθώς και το γεγονός ότι οποιεσδήποτε περαιτέρω αυξήσεις μισθών είναι πιθανό να γίνουν εις βάρος των περιθωρίων κέρδους των εταιρειών άρα και μικρότερους του αναμενόμενου ρυθμούς αύξησης των κερδών ανά μετοχή. **Τα ανωτέρω μας οδηγούν στην διατήρηση της επικυλακτικής μας θέσης σε μετοχές** με έμφαση σε αμυντικούς κλάδους καθώς και κλάδους με κυκλικά χαρακτηριστικά μεν αλλά με πολύ ελκυστικές αποτιμήσεις (που προσφέρουν ασφάλεια σε περίπτωση διόρθωσης) και υψηλή μερισματική απόδοση (που προσφέρει σταθερές ροές εισοδήματος). Η στρατηγική αυτή πιστεύουμε ότι μας επιτρέπει να εκμεταλλευτούμε τη θετική δυναμική στις αγορές αλλά ταυτόχρονα να είμαστε σχετικά προστατευμένοι έναντι τυχόν διόρθωσης ή αύξησης της γεωπολιτικής αβεβαιότητας.

Παράλληλα πιστεύουμε ότι η επιτάχυνση της μείωσης επιτοκίων δημιουργεί θετικές συνθήκες στις αγορές ομολόγων όπου **αυξάνουμε ακόμα περισσότερο την προτίμηση μας στα Κρατικά Ομόλογα ΗΠΑ και Ευρωζώνης**. Και στις δυο περιπτώσεις πιστεύουμε ότι η αγορά υποεκτιμά το εύρος της μείωσης των επιτοκίων που είναι απαραίτητες για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας ενώ στην περίπτωση των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ εκτιμούμε ότι τα επιτόκια στα τρέχοντα επίπεδα τους έχουν ενσωματώσει και μια έξτρα απόδοση ως αντιστάθμιση του ρίσκου για αυξημένα δημοσιονομικά ελλείματα στο μέλλον. Και σε αυτή τη περίπτωση η θετική μας στάση έναντι των κρατικών ομολόγων δύναται να προσφέρει και ένα βαθμό ασφάλειας σε περίπτωση αύξησης του γεωπολιτικού ρίσκου.

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

Πέραν των γεωπολιτικών κινδύνων, στη σφαίρα της μακροοικονομίας η κατανομή των ρίσκων δεν είναι συμμετρική. Από τη μια πλευρά της κατανομής υπάρχει μια περιορισμένη πιθανότητα αναζωπύρωσης του πληθωρισμού που θα αναβάλλει τις μειώσεις επιτοκίων ή και θα οδηγήσει σε περαιτέρω αύξηση τους, γεγονός που θα επηρεάσει αρνητικά τα ομόλογα και την πλειοψηφία των μετοχών με εξαίρεση τις ελάχιστες μεγα-μετοχές που θα συνεχίζουν να ωφελούνται από την προνομιακή θέση τους στις αγορές. Στον αντίποδα διακρίνουμε ένα πολύ πιο πιθανό σενάριο, η επιβράδυνση της οικονομίας να επιταχυνθεί απρόσμενα γεγονός που θα επηρεάσει αρνητικά τις μετοχικές τοποθετήσεις αλλά θα ωφελήσει σημαντικά το ομολογιακό χαρτοφυλάκιο.

Ηλίας Λεγκός  
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &  
Επενδυτικής Στρατηγικής

## Επενδυτικές Απόψεις

### Γ' 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			■		

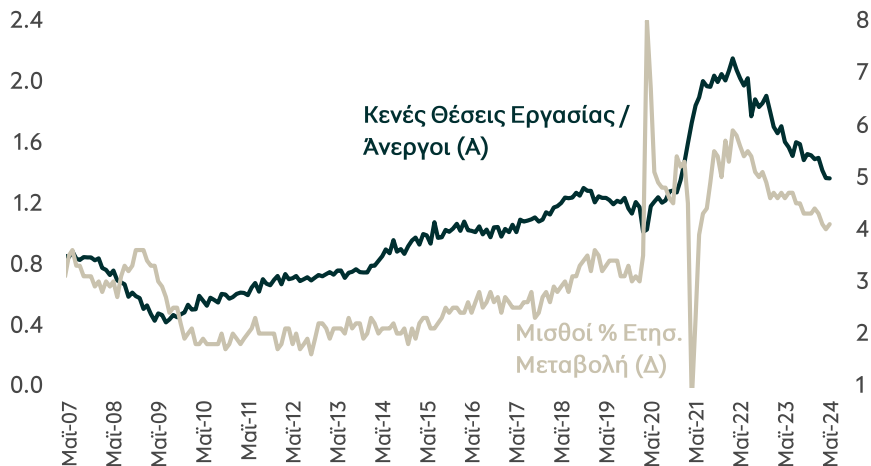
■ Τρέχουσα Άποψη  
■ Προηγούμενη Άποψη

## 02 Οικονομία

### 2.1 ΗΠΑ: Αρνητικές Εκπλήξεις—Επιβράδυνση της οικονομίας

- **Η αμερικανική οικονομία παρουσίασε μικρότερη δυναμική** από την αναμενόμενη το Α' τρίμηνο του 2024, **με την οικονομία να αναπτύσσεται** με ρυθμό 1,4% (σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση) έναντι 3,4% το προηγούμενο τρίμηνο. Οι πάγιες επενδύσεις μαζί με την ιδιωτική κατανάλωση αποτέλεσαν τους σημαντικότερους παράγοντες της ανόδου, με την ιδιωτική κατανάλωση ωστόσο να επιβραδύνεται σημαντικά (+1,5% έναντι +3,3% το προηγούμενο τρίμηνο). Η κατανάλωση στον τομέα των υπηρεσιών ενισχύθηκε 2,8% ενώ η κατανάλωση αγαθών υποχώρησε 2,3%, μια τάση η οποία συνεχίζει και αποτυπώνεται στους πρόσφατους πρόδρομους δείκτες μεταποίησης και υπηρεσιών. **Η εκτίμησή μας για τον ρυθμό ανάπτυξης για το σύνολο του έτους είναι για επιβράδυνση στο 1,5%-2%** (χαμηλότερα από την εκτίμηση του consensus) καθώς η τα στοιχεία της αμερικανικής οικονομίας έχουν αρχίσει να εκπλήσσουν αρνητικά.
- Ο πληθωρισμός μετά τις αρνητικές εκπλήξεις στην αρχή του έτους εξέπληξε θετικά τον Μάιο και συνεχίζει να αποκλιμακώνεται αλλά με ήπιο ρυθμό. Ο πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών καταναλωτή ανήλθε στο 3,3% τον Μάιο και ο πληθωρισμός βάσει της προσωπικής κατανάλωσης στο 2,6% ενώ ο δομικός διαμορφώθηκε στο 3,4% (core CPI) και 2,6% (core PCE) αντίστοιχα. Ο εμμένων πληθωρισμός και ο πληθωρισμός που αφορά την στέγαση και τις υπηρεσίες, αν και έχουν υποχωρήσει, παραμένουν συγκριτικά υψηλά. Θετική εξέλιξη για την πορεία του πληθωρισμού παραμένει η μείωση στο συνολικό κόστος απασχόλησης (Διάγραμμα 1) και η ετήσια μεταβολή του δείκτη τιμών παραγωγού (κάτω του 2%) αλλά ορισμένοι δείκτες που ανακοινώνουν οι περιφερειακές τράπεζες της Fed αλλά και τα οικονομετρικά μας υποδείγματα **συνηγορούν σε μια σύγκληση του πληθωρισμού προς τον στόχο του 2% το 2025**. Για το 2024 αναμένουμε τον μέσο ετήσιο πληθωρισμό να υποχωρήσει στο 2,5% (από 3,8% το 2023).
- **Στην αγορά εργασίας διαφαίνονται κάποιες πρώτες ενδείξεις ότι χειροτερεύουν οι συνθήκες**. Οι κενές θέσεις εργασίας προς άνεργους υποχωρούν σταδιακά προς τα προ πανδημίας επίπεδα, η ανεργία ανήλθε στο 4,0% τον Μάιο, ενώ παράλληλα μικρή ενίσχυση παρατηρείται στα εβδομαδιαία επιδόματα ανεργίας. Η αύξηση της μετανάστευσης που αποτέλεσε βασικό μέρος της αύξησης της προσφοράς εργασίας συμβάλλοντας στη μείωση των πιέσεων στα ωρομίσθια, εκτιμού-

#### 1 | Αγορά Εργασίας & Κόστος Απασχόλησης

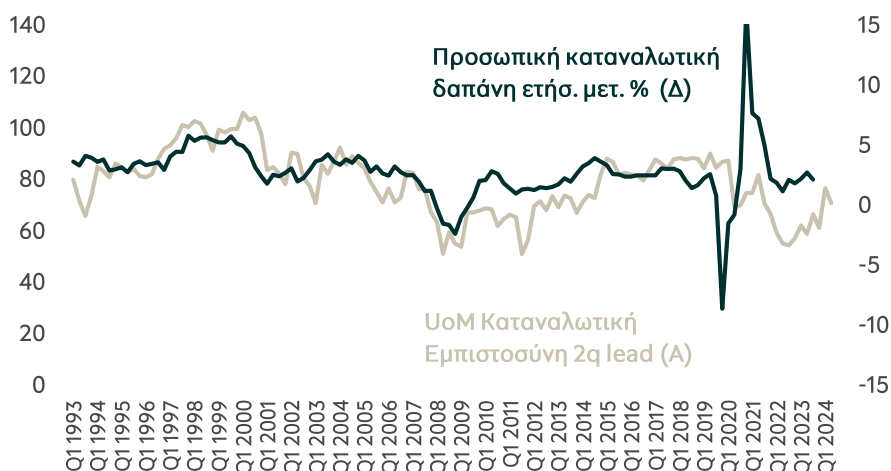


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

με ότι δύσκολα θα διατηρηθεί ενώ παράλληλα σύμφωνα με έρευνες των περιφερειακών Fed οι προθέσεις για προσλήψεις από την πλευρά των εταιριών επιδεινώθηκαν ελαφρά. Οι νέες θέσεις εργασίας ωστόσο αυξήθηκαν κατά 272 χιλ. τον Μάιο, επίπεδο συγκριτικά υψηλό.

- **Στην αγορά κατοικίας,** τα στοιχεία το τελευταίο διάστημα εμφανίζονται συγκρατημένα καθώς τα επιτόκια των στεγαστικών δανείων παραμένουν στο συγκριτικά υψηλό επίπεδο του 7%, ενώ και το κόστος κατασκευής συνεχίζει να αυξάνεται.
- **Ένα πλήθος πρόσφατων οικονομικών ανακοινώσεων έχει εκπλήξει αρνητικά με αρκετούς πρόδρομους δείκτες να συνεχίζουν να καταδεικνύουν μια ήπια επιβράδυνση της ανάπτυξης.** Ενδεικτικά ο πρόδρομος δείκτης μεταποίησης ISM, τον Ιούνιο διαμορφώθηκε σε επίπεδα που υποδηλώνει συρρίκνωση της δραστηριότητας για τρίτο συνεχόμενο μήνα όπως και ο υποδείκτης των νέων παραγγελιών. Παράλληλα, οι δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης παραμένουν σε συγκριτικά χαμηλά επίπεδα σκιαγραφώντας τους καταναλωτές προβληματισμένους με την προοπτική υψηλών επιτοκίων για μεγαλύτερο διάστημα και ανήσυχους για την αγορά εργασίας και το προσωπικό τους εισόδημα, ειδικά στα χαμηλότερα εισοδηματικά κλιμάκια. Ο σχετικός δείκτης του Παν/μιου του Μίσιγκαν υποχώρησε σημαντικά τον Μάιο μετά από 3 συνεχόμενους μήνες με ήπιες μεταβολές και ο δείκτης του Conference Board παραμένει στο ίδιο στενό εύρος των τελευταίων δύο ετών. Παράλληλα οι καμπύλες των επιτοκίων παραμένουν αντεστραμμένες και ο πρόδρομος δείκτης NFIB που εκφράζει τις προσδοκίες των μικρών επιχειρήσεων παραμένει σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα. Θετική ωστόσο ήταν η έκπληξη στην επέκταση της δραστηριότητας στις υπηρεσίες τον Μάιο με τον σχετικό δείκτη του ISM να ανακάμπτει μετά την υποχώρησή του κάτω του 50 τον Απρίλιο.
- **H Fed** διατήρησε όπως αναμένονταν αμετάβλητη την νομισματική της πολιτική αφήνοντας το βασικό της επιτόκιο στο εύρος 5,25% - 5,50% στη συνεδρίαση του Ιουνίου. Σύμφωνα με τις νέες εκτιμήσεις των μελών της προβλέπεται μία μείωση του παρεμβατικού επιτοκίου (κατά 25 μ.β.) το 2024 και 4 μειώσεις το 2025 (από 3 και 3 μειώσεις αντίστοιχα στις προβλέψεις του Μαρτίου). Αναμένουμε ότι η πρώτη μείωση των επιτοκίων θα ξεκινήσει τον Σεπτέμβριο του 2024 και θα ακολουθήσει άλλη μια μείωση στην συνεδρίαση του Νοεμβρίου ή του Δεκεμβρίου εάν τα στοιχεία από την αγορά εργασίας επιδεινωθούν με ταχύτερο ρυθμό και οι οικονομικές εκπλήξεις συνεχίσουν να εκπλήσσουν αρνητικά.

## 2| Προσωπική καταναλωτική δαπάνη & εκτιμήσεις καταναλωτών



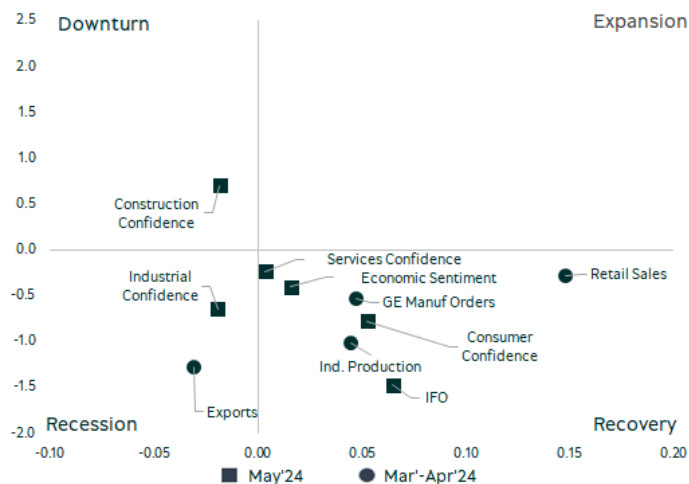
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 2.2 Ευρωζώνη: Ευκαιρίες ανάκαμψης μέσω των καταναλωτών και της νομισματικής χαλάρωσης

- **Η οικονομία της Ευρωζώνης το Α' τρίμηνο επιβεβαίωσε την αναμενόμενη ανάκαμψη**, καθώς ο τριμηνιαίος ρυθμός του πραγματικού ΑΕΠ μετά από πέντε τρίμηνα στασιμότητας αυξήθηκε κατά 0,3% από μείωση 0,1% το Δ' τρίμηνο του 2023. Σε ετήσια βάση το πραγματικό ΑΕΠ σημείωσε αύξηση κατά 0,4% το Α' τρίμηνο του 2024 από 0,2% το προηγούμενο τρίμηνο με βασικό παράγοντα για τη θετική αυτή μεταβολή να προέρχεται κυρίως από την ιδιωτική κατανάλωση και την βελτιωμένη εικόνα των καθαρών εξαγωγών. Οι επενδύσεις παρέμειναν σε αρνητικά επίπεδα το Α' τρίμηνο του 2024 ανερχόμενες εντούτοις σε καλύτερα επίπεδα σε σχέση με το 2023.
- **Η ανάλωση των αποταμιεύσεων των καταναλωτών από την περίοδο του Covid συνεχίζουν να είναι η ραχοκοκαλιά της ανάπτυξης** στην Ευρωζώνη, το οποίο μεταφράζεται σε υψηλότερα επίπεδα καταναλωτικής εμπιστοσύνης. Επιπλέον, ο ηπιότερος χειμώνας επηρέασε θετικά την ανάκαμψη στις κατασκευές το Α' τρίμηνο, ωστόσο η ανάπτυξη οφείλεται, κυρίως, στη σταθερή ανάκαμψη του εμπορίου το οποίο συνδέεται με την πτώση των τιμών της ενέργειας. Εκτιμούμε ότι η διαφορά ανάπτυξης μεταξύ των Η.Π.Α. και της Ευρωζώνης θα συρρικνωθεί περαιτέρω εξαιτίας της επιβράδυνσης της οικονομίας των Η.Π.Α. αλλά και της επιτάχυνσης που αναμένουμε το 2024-2025 στην τελευταία.
- **Για το 2024, η δυνατότητα επίτευξης ρυθμού ανάπτυξης 0,7% κρίνεται ως οριακή, ενώ η περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού του πραγματικού ΑΕΠ το 2025 στο 1,4% θα κριθεί από το κατά πόσο** οι χαμηλότερες τιμές ενέργειας και εμπορευμάτων θα επιτρέψουν την ανάκαμψη του εμπορίου, θα ενισχύσουν τις αποπληθωριστικές πιέσεις, ενώ αναμένεται και το πραγματικό εισόδημα να ανακάμψει από τους αρνητικούς ρυθμούς των προηγούμενων ετών. Σημαντική είναι η αρχή χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ που ξεκίνησε τον Ιούνιο με μείωση του επιτοκίου κατά 25 μ.β. στο 4,25% και αναμένεται συνεχιστεί για τουλάχιστον άλλη μία συνεδρίαση εντός του 2024, η οποία θα αντισταθμίσει την τρέχουσα πολιτική αβεβαιότητα, την χειροτέρευση των οικονομικών σχέσεων της Ευρωζώνης με την Κίνα καθώς και την πιθανή απόκλιση της νομισματικής πολιτικής μεταξύ FED και ΕΚΤ. Επιπλέον αναμένεται τα επιτόκια δανεισμού να μειωθούν ως αποτέλεσμα της μείωσης του πληθωρισμού και της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής, η εμπιστοσύνη των καταναλωτών, των επιχειρήσεων αλλά και των επενδυτών εκτιμάται ότι θα ανακάμψει, ενώ επιπρό-

### 1 | Τρέχουσα Φάση Πρόδρομων Δεικτών

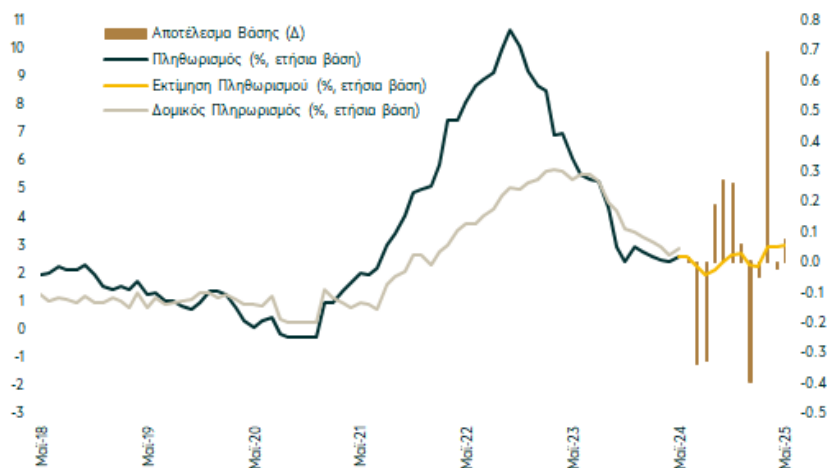


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

σθετα η ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας σηματοδοτούν την οικονομική ανάκαμψη.

- **Η εικόνα στους πρόδρομους επιχειρηματικούς δείκτες PMI της Ευρωζώνης παραμένει μεικτή**, καθώς ο PMI μεταποίησης τον Ιούνιο συνεχίζει και μειώνεται στο 45,6 από 47,3 το Μάιο. Αντίθετα, ο σύνθετος δείκτης παρέμεινε πάνω από το όριο του 50 για τέταρτο συνεχόμενο μήνα τον Ιούνιο και συγκεκριμένα στο 50,8 από 52,2 το Μάιο και ο δείκτης PMI των υπηρεσιών αυξήθηκε στο 52,6 από 53,2 τους αντίστοιχους μήνες και συνεχίζει να βρίσκεται σε υψηλά των τελευταίων δεκατριών μηνών.
- **Αντίστοιχη είναι και η εικόνα στους επιμέρους κλάδους καθώς η βιομηχανική παραγωγή παραμένει σε σημαντικά χαμηλά επίπεδα** και τον Απρίλιο με μείωση κατά 3,0% σε ετήσια βάση από -1,2% το Μάρτιο εξαιτίας της μείωσης παραγωγής των ενδιάμεσων αγαθών και της μικρότερης αύξησης των κεφαλαιουχικών αγαθών. Αντίθετα, οι λιανικές πωλήσεις τους τελευταίους δύο μήνες δείχνουν σημάδια ανάκαμψης καθώς ο ετήσιος ρυθμός τον Απρίλιο παρέμεινε αμετάβλητος μετά την πρώτη αύξηση του Μαρτίου κατά 0,7% μετά από 17 μήνες συρρίκνωσης.
- **Στην αγορά εργασίας οι συνθήκες παρέμειναν ευνοϊκές** καθώς τον Απρίλιο το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο ιστορικά χαμηλό των τελευταίων 40 ετών στο 6,4% από 6,5% το Μάρτιο. Οι μισθοί αυξάνονται ταχύτερα από τις τιμές καταναλωτή και συγκεκριμένα κατά 5,0% σε ετήσια βάση το Α' τρίμηνο του 2024 ως προς τις αποδοχές ανά εργαζόμενο, σηματοδοτώντας τη συνέχιση της ανάκτησης της αγοραστικής δύναμης των νοικοκυριών σε σχέση με τα επίπεδα που έφτασαν κατά τη διάρκεια της ενεργειακής κρίσης. Επιπλέον, οι κενές θέσεις εργασίας εξακολουθούν να είναι επαρκείς, αντιπροσωπεύοντας το 3% του εργατικού δυναμικού το Α' τρίμηνο του 2024, επίπεδο που δεν επιτρέπει το ποσοστό ανεργίας ακόμα να αυξηθεί.
- **Ο πληθωρισμός το Μάιο αυξήθηκε στο 2,6% από 2,4%** τους δύο προηγούμενους μήνες εξαιτίας της αύξησης των τιμών της ενέργειας και των υπηρεσιών, ενώ οι τιμές τροφίμων αυξήθηκαν με μικρότερη ένταση. Αντίστοιχη τάση σημειώνεται και στον πυρήνα του πληθωρισμού το Μάιο με την αύξηση να ανέρχεται στο 2,9% από 2,7% τον Απρίλιο. Ακολούθως η ΕΚΤ αναθεώρησε την εκτίμηση του πληθωρισμού για το 2024 στο 2,5% και 2,2% το 2025, ενώ εκτιμάται ότι δευτερογενείς επιδράσεις από την αύξηση των μισθών είναι πιθανό ρίσκο για την επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού.

## 2 | Πληθωρισμός, Αποτέλεσμα Βάσης & Εκτίμηση

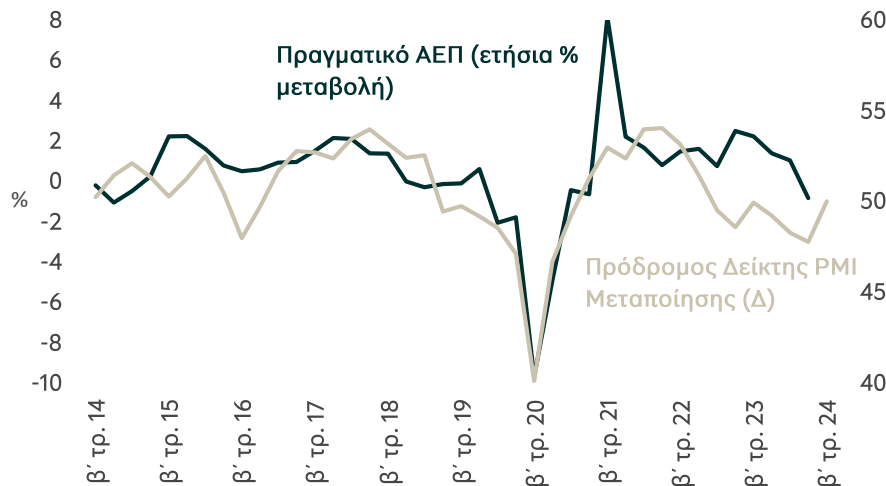


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

### 2.3 Ιαπωνία: Ο ήπιος πληθωρισμός ήρθε για να μείνει

- **Κατά το Α' Τρίμηνο, το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε απρόσμενα κατά 0,7% σε τριμηνιαία βάση** (Δ' Τρίμ. 23: 0,0%), κυρίως λόγω των εξαγωγών και δευτερευόντως της εσωτερικής κατανάλωσης. Αποτελεί το τρίτο διαδοχικό τρίμηνο στασιμότητας ή συρρίκνωσης. Σε ετήσια βάση μειώθηκε επίσης 0,7% (Δ' Τρίμ. 23:1,0%).
- **Για το επόμενο διάστημα, οι ενδείξεις από τα τελευταία στοιχεία και τους πρόδρομους δείκτες είναι μεικτές.** Η αύξηση των μισθών, η ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης, η ευνοϊκή για τις εξαγωγές συναλλαγματική ισοτιμία, η ανάπτυξη του τομέα των νέων τεχνολογιών και η διατήρηση ενός ήπιου πληθωρισμού αναμένουμε να διαμορφώσουν συνθήκες ήπιας ανάπτυξης. Συνολικά το 2024 ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται να διαμορφωθεί περί το 0,5% (2023: 1,8%), ενώ το 2025 να αγγίξει το 1%.
- **Ο πληθωρισμός παραμένει για τα δεδομένα της χώρας συγκριτικά υψηλός (Μάι.: 2,8%), με την αποκλιμάκωσή του στο στόχο του 2% να είναι ιδιαίτερα αργή κυρίως λόγω των μισθολογικών αυξήσεων.** Χαρακτηριστικά, η Τράπεζα της Ιαπωνίας (ΤΤΙ) τον εκτιμά στο 2,8% φέτος και στο 1,9% το 2025, γεγονός που της επέτρεψε να θέσει τέλος, μετά από οκτώ έτη εφαρμογής, στην πολιτική αρνητικών επιτοκίων και να εξετάζει κάποια εξορθολογικοποίηση της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής της (π.χ. μείωση των αγοραζόμενων κρατικών και ιδιωτικών ομολόγων, μικρή αύξηση του βασικού επιτοκίου). Το βασικό εργαλείο πολιτικής είναι πλέον το βραχυπρόθεσμο επιτόκιο (σε εύρος 0%-0,1%) και **έως το τέλος του χρόνου εκτιμούμε ως ιδιαίτερα πιθανές συνολικά 1-2 επιτοκιακές αυξήσεις 10 μ.β. έκαστη.**
- **Συνεπώς, το 2024 ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 0,5%** περίπου με πληθωρισμό λίγο χαμηλότερο του 3%. Αλλά και μεσοπρόθεσμα η αναπτυξιακή δυναμική δεν αναμένεται να είναι ισχυρή καθώς η γήρανση του πληθυσμού και η σταδιακή εξάντληση των εν δυνάμει εργατικού δυναμικού επιδρά αρνητικά στην προσφορά (μειώνοντας επίσης την κατανάλωση και αυξάνοντας τη δημοσιονομική δαπάνη). Παράλληλα η χώρα φαίνεται να υστερεί ως προς την ανάπτυξη τεχνολογικής καινοτομίας σε σχέση με τις άλλες μεγάλες οικονομίες.

1 | Πραγματικό ΑΕΠ & Πρόδρομος Δείκτης PMI Μεταποίησης



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

## 2.4 Κίνα: Η αναπτυξιακή δυναμική φαίνεται μεσοπρόθεσμα να μετριάζεται

- **Το α' τρίμηνο του 2024 αποδείχθηκε ιδιαίτερα θετικό ως προς τον ρυθμό ανάπτυξης** καθώς αυτός διαμορφώθηκε στο 5,3% σε ετήσια βάση (Δ' Τρίμ. 23: 5,2%). Έκτοτε, τα στοιχεία εμφανίζονται, θετικά μεν, αλλά πιο συγκρατημένα. Από την άλλη, οι πρόδρομοι δείκτες κινούνται ελαφρά ανοδικά παρέχοντας ένδειξη ενίσχυσης του ρυθμού ανάπτυξης το επόμενο διάστημα. Θετικά επιπλέον αναμένεται να επιδράσουν τα πρόσφατα εξαγγελθέντα μέτρα για την αντιμετώπιση των προβλημάτων στον τομέα των ακινήτων (π.χ. χαλάρωση όρων χορήγησης στεγαστικών δανείων, χρηματοδότηση για την αγορά απούλητων ακινήτων από τοπικές κυβερνήσεις με σκοπό τη μεταπώλησή τους σε λογικές τιμές) και η ανάκαμψη της εξωτερικής ζήτησης. Επομένως, για το 2024 εκτιμάται ρυθμός ανάπτυξης που θα πλησιάζει στο 5%, όσο και ο κυβερνητικός στόχος του «περίπου 5%». Το 2025 προβλέπεται μικρή επιβράδυνσή του, στο 4,3% περίπου.
- **Παράλληλα, οι πληθωριστικές πιέσεις παραμένουν πρακτικά ανύπαρκτες** καθώς, σύμφωνα με τα πιο πρόσφατα στοιχεία που αφορούν τον Μάιο, ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε στο 0,3% (Απρ.: 0,3%) και η ετήσια ποσοστιαία μεταβολή του δείκτη τιμών παραγωγού στο -1,4% (Απρ.: -2,5%). Ωστόσο, εκτιμάται πως αποφεύγεται ο κίνδυνος αποπληθωρισμού καθώς ο ρυθμός αύξησης των τιμών προβλέπεται γύρω στο 0,5% για το σύνολο του έτους και να πλησιάσει το 1,5% το 2025.
- **Η νομισματική πολιτική –και ως αποτέλεσμα της υλοποίησης των εξαγγελθέντων μέτρων– αναμένεται να γίνει ακόμη πιο χαλαρή**, με την κεντρική τράπεζα να παρέχει επιπλέον χρηματοδότηση. Ταυτόχρονα, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να παρέχει στήριξη στη ανάπτυξη, ιδίως μέσω της υλοποίησης σημαντικών έργων υποδομής.
- **Μεσοπρόθεσμα, ωστόσο, η αναπτυξιακή δυναμική αναμένεται να συνεχίσει να επιβραδύνεται** καθώς θα γίνονται όλο και πιο εμφανείς οι συνέπειες των αυξημένων δασμών και των λοιπών περιοριστικών μέτρων των ΗΠΑ πρωτίτως και δευτερευόντως της Ε.Ε., αλλά και άλλων κρατών απέναντι στις κινεζικές εξαγωγές. Από την άλλη, η επίλυση των προβλημάτων στην αγορά ακινήτων απαιτούν χρόνο, κεφάλαια και ευελιξία χειρισμών, ενώ και η εσωτερική ζήτηση δεν φαίνεται να αναπτύσσεται με ρυθμό ικανό να αντισταθμίσει τις απώλειες στην ανάπτυξη των ανωτέρω τομέων.

### 1 | Πραγματικό ΑΕΠ & Λιανικές Πωλήσεις

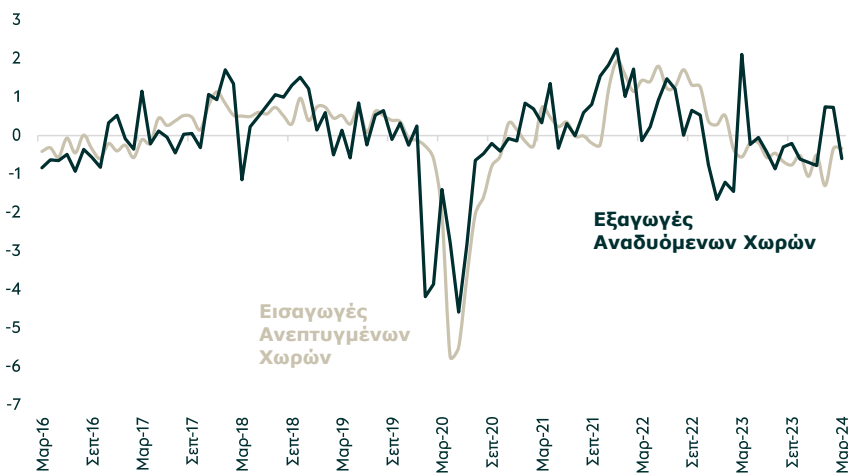


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

## 2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

- Η βασική εικόνα στις αναδυόμενες οικονομίες παραμένει σχεδόν αμετάβλητη σε σχέση με το δεύτερο τρίμηνο. **Με βάση τα στοιχεία της πραγματικής οικονομίας το Α' τρίμηνο του 2024 η πλειοψηφία των αναδυόμενων οικονομιών επιβεβαίωσε την αναμενόμενη ανάκαμψη κυρίως εξαιτίας της εγχώριας ζήτησης, η οποία αναμένεται να συνεχιστεί και τα επόμενα τρίμηνα του τρέχοντος έτους.** Επιπλέον, παρατηρείται βελτίωση στην εξωτερική ζήτηση αλλά σε χαμηλότερους ρυθμούς. Στις περισσότερες αναδυόμενες οικονομίες, τα ποσοστά ανεργίας παραμένουν σε χαμηλά ιστορικά επίπεδα, υποβοηθούμενα από την ανάκαμψη από την πανδημία COVID-19 και στις περισσότερες περιπτώσεις από τη δημοσιονομική στήριξη. Αυτό έχει ωθήσει την κατανάλωση σε υψηλότερα επίπεδα από τα προ πανδημίας σε όλες τις αναδυόμενες οικονομίες. Για το 2024 και το 2025 οι αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται να αναπτυχθούν κατά 4,3% ετησίως και τις δύο χρονιές.
- Η συνεχιζόμενη ενδυνάμωση της ζήτησης στις ΗΠΑ βοηθά τη μεταποιητική παραγωγή σε αρκετές οικονομίες της Λατινικής Αμερικής. Ωστόσο, **η αναμενόμενη επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ και η καθυστερημένη επίδραση των υψηλών επιτοκίων στις ανεπτυγμένες οικονομίες σε συνδυασμό με την "higher for longer" προσέγγιση της FED αποτελούν σημαντικό κίνδυνο.**
- Επιπλέον **οι ισχυροί εμπορικοί δεσμοί με την Ευρώπη επωφελούνται από την σταδιακή οικονομική ανάκαμψη της τελευταίας** αλλά και από τις δαπάνες των νοικοκυριών, με θετικές επιπτώσεις στη μεταποιητική παραγωγή. Οι μεταποιητικοί κλάδοι στην αναδυόμενη Ασία, ιδιαίτερα εκείνοι που έχουν έκθεση στον κύκλο εμπορίου ηλεκτρονικών ειδών, ανακάμπτουν.
- Με βάση τους οικονομικούς κύκλους, **η Βραζιλία, το Μεξικό και η Ινδία αναμένεται να παρουσιάσουν μέτρια επιβράδυνση** στους ρυθμούς αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ το 2024, αν και η ανάπτυξή τους θα παραμείνει σχετικά ισχυρή.
- **Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται να καθυστερήσει σε σχέση με τη δυναμική που είχε το 2023** καθώς εκτιμάται ότι θα επηρεαστεί από την πορεία των επιτοκίων της FED. Η τάση αποπληθωρισμού συνεχίζεται σε όλες τις αναδυόμενες οικονομίες, αν και η πρόσφατη αύξηση των τιμών των τροφίμων και η ενίσχυση του δολαρίου έχουν μετριάσει τις προσδοκίες για περαιτέρω μειώσεις του πληθωρισμού.

### 1 | Εμπορικές Σχέσεις Ανεπτυγμένων & Αναδυόμενων Χωρών



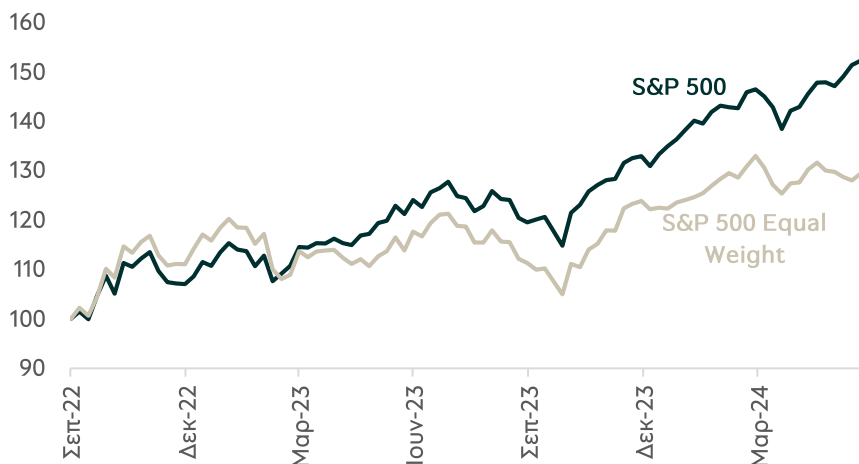
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

## 03 Μετοχές

### 3.1 ΗΠΑ : Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη

- **Οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ συνέχισαν την ανοδική τους πορεία και το Β' τρίμηνο του 2024**, βασιζόμενες στα καλύτερα από τα αναμενόμενα εταιρικά αποτελέσματα του Α' τριμήνου του 2024, 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. Οι κλαδικές αποδόσεις μεταξύ Α' και Β' τριμήνου είχαν μια σημαντική διαφορά ωστόσο. Στο μεν Α' τρίμηνο είχαμε διάχυση των θετικών αποδόσεων σε όλους τους κλάδους εκτός αυτού του Real Estate, σαφώς πιο υγιές περιβάλλον, ενώ στο Β' τρίμηνο είχαμε συγκέντρωση ουσιαστικά σε τρεις κλάδους (Τεχνολογία, Υπηρ. Επικοινωνίας και Κοινή Ωφέλεια). Η εικόνα της αγοράς το Β' τρίμηνο είναι σχεδόν πανομοιότυπη με αυτήν του 2023. Η δυναμική αυτή οδηγεί σε συνέχιση της υπερ—απόδοσης του S&P500 σε σχέση με τον ισοβαρή δείκτη ο οποίος δεν καταγράφει πλέον νέα υψηλά και κινείται εντός εύρους (Διάγραμμα 1).
- **Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών για το 2024 δεν έχουν αλλάξει από αυτές του πρώτου τριμήνου** με την αγορά να περιμένει το EPS του S&P 500 στα \$243 (+11%), του S&P 600 \$89 (+3%) και του Nasdaq και Nasdaq 100 \$553 (+36%) και \$694 (+31%). Εκτιμούμε ότι οι προσδοκίες αυτές είναι υπερβολικές δεδομένης της αναπτυξιακής δυναμικής των ΗΠΑ. Με βάση τις τιμές διαπραγμάτευσης των παραπάνω δεικτών και της εκτιμώμενης αυτής κερδοφορίας έχουμε για τον S&P 500 P/E 23x (Μέσος όρος 12ετίας 21) για τον S&P 600 14 (μ.ο 12ετίας 25) και για τους τεχνολογικούς δείκτες Nasdaq και Nasdaq 100 P/E 32x (μ.ο 27) και P/E 29x (μ.ο 24).
- **Βραχυπρόθεσμα λοιπόν οι αγορές έχουν προμοδοτήσει τον κλάδο της τεχνολογίας και κατ' επέκταση τον S&P 500 (λόγω βάρους του κλάδου στον δείκτη) με πολύ υψηλά P/E για την αναμενόμενη αύξηση της κερδοφορίας.** Πέρα όμως από αυτό τόσο ο S&P 500 όσο και ο Nasdaq 100 βρίσκονται σε υψηλά όλων των εποχών με τον κίνδυνο αρνητικής έκπληξης να αυξάνεται εκθετικά. Οι αγορές υπερεκτιμούν τις δυνατότητες της τεχνολογίας για άμεση και δυνατή αύξηση της κερδοφορίας ενώ υποεκτιμούν τις δυνατότητες άλλων κλάδων. Η αναμενόμενη διάχυση των θετικών κλαδικών αποδόσεων όχι μόνο δεν επετεύχθη το δεύτερο τρίμηνο αλλά χάλασε και την καλή εικόνα του πρώτου. Αυτές τις ενδείξεις η μετοχική αγορά δείχνει να μην τις λαμβάνει υπόψη της προς το

1 | S&P 500 vs S&P Equal Weight (% από 30 Σεπ 2022)

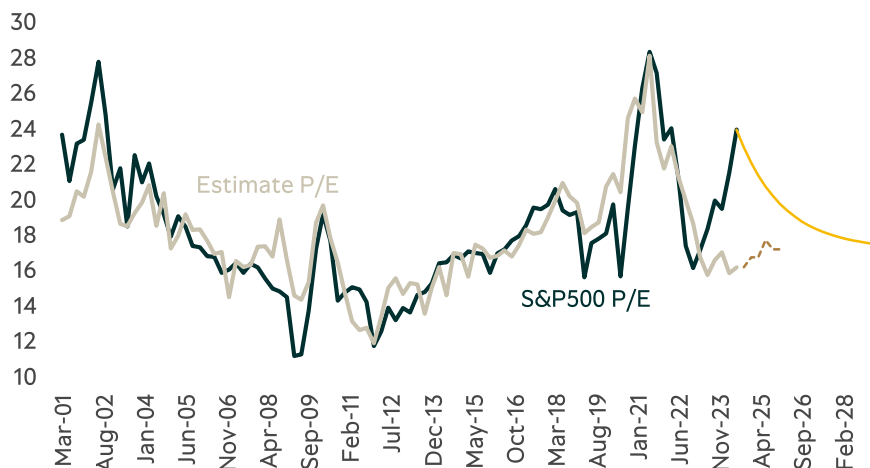


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

παρόν και να παραμένει ενθουσιασμένη με τις (άμεσες) προοπτικές της Τεχνητής Νοημοσύνης αλλά μόνο για τον κλάδο της τεχνολογίας. Το γεγονός ότι τα οφέλη από την εφαρμογή της θα επηρεάσουν σχεδόν όλους τους κλάδους και με αρκετά σημαντικές και μακροπρόθεσμες θετικές συνέπειες είναι κάτι που δεν έχει ακόμη συμπεριληφθεί στην σκέψη των επενδυτών.

- Οι προσδοκίες για την επίδραση της Τεχνητής Νοημοσύνης στην οικονομία έχει οδηγήσει τις αποτιμήσεις του S&P 500 3 τυπικές αποκλίσεις πάνω από την εκτίμηση μας (Διάγραμμα 2) η οποία ενσωματώνει την πορεία της παραγωγικότητας, τα πραγματικά μακροπρόθεσμα επιτόκια, τον ρυθμό άνοδου της πραγματικής προσφοράς χρήματος και την καταναλωτική εμπιστοσύνη. **Μια απογοήτευση σε σχέση με την θεματική της Τεχνητής Νοημοσύνης, ένας κλυδωνισμός της ρευστότητας καθώς η Fed μειώνει το ενεργητικό της αλλά και κάποιος εξωγενής παράγοντας θα μπορούσε να οδηγήσει τις αποτιμήσεις προς το 18x (μέσος ορός 20 ετών).**
- **Το γεγονός ότι τόσο ο Τεχνολογικός Κλάδος και ειδικά μόνο κάποιες από τις εταιρίες του (Mega caps),** όσο και ο S&P 500 βρίσκονται σε ιστορικά υψηλά μας κάνει να είμαστε επιφυλακτικοί και επιλεκτικοί στις προτιμήσεις μας. Με βάση τους αριθμοδείκτες (P/E, P/BK, P/CF κα Dvd Yield) και κάπως αυστηρά κριτήρια, παραμένουμε θετικοί για τον κλάδο της Ενέργειας, τον Τραπεζικό κλάδο, τον κλάδο της Κοινής Ωφέλειας και "Dividend Aristocrats". Το γεγονός ότι αυτοί οι κλάδοι υστέρησαν σε απόδοση έναντι του Τεχνολογικού Κλάδου και των «Mega Caps» τους καθιστά πιο ελκυστικούς και με καλύτερο risk/reward ratio.
- **Οι Τράπεζες** (BKX Index) διαπραγματεύονται με το χαμηλότερο P/E 11,5x, P/B 1,18x και 3,56% μερισματική απόδοση. Επιπλέον, πέρασαν με επιτυχία τα πολύ αυστηρά ετήσια "Stress Tests" της Fed, και ανακοίνωσαν αύξηση μερισμάτων (6%-14%) και επαναγορές ιδίων μετοχών. **Ο κλάδος της Ενέργειας** διαπραγματεύεται με P/E 13x, P/B 2,28x και μερισματική απόδοση 3,24%. **Ο κλάδος της Κοινής Ωφέλειας** διαπραγματεύεται με P/E 17x, P/B 2,02x και 3,31% μερισματική απόδοση και τέλος οι εταιρίες του δείκτη "Dividend Aristocrats" διαπραγματεύονται με P/E 18x και μερισματική απόδοση 2,46%. Η **Μικρή Κεφαλαιοποίηση**, με βάση τα παραπάνω κριτήρια παραμένει φτηνή ωστόσο παραμένουμε επιφυλακτικοί καθώς οι αναθεωρήσεις της κερδοφορίας τους σε επίπεδο δείκτη (SML Index) είναι πτωτικές. Συγκριτικά ο S&P 500 διαπραγματεύεται με P/E 23x, P/B 4,96x και μερισματική απόδοση 1,39%.

2 | S&P 500 P/E & Est P/E



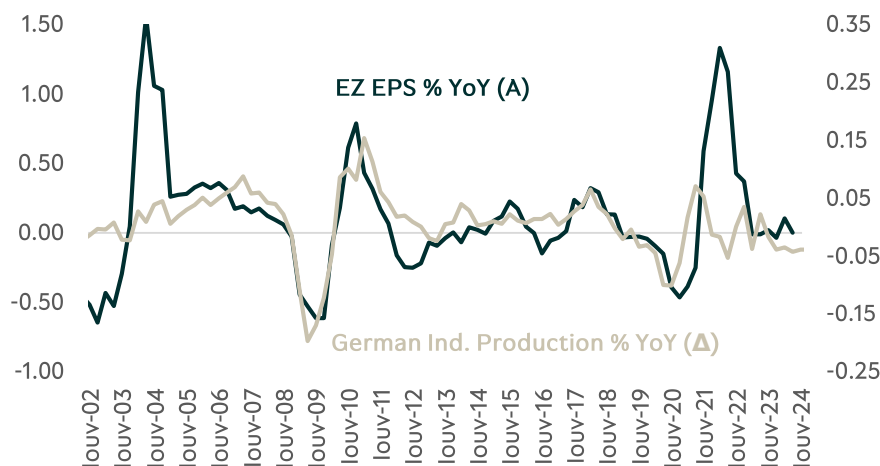
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



### 3.2 Ευρωζώνη : Ήπια Αρνητική άποψη

- **Το Β' τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx σημείωσε αρνητική απόδοση** έναντι της θετικής απόδοσης του S&P 500. Όσον αφορά τα οικονομικά στοιχεία της ΕΖ, τα στοιχεία για την βιομηχανική παραγωγή, τις κατασκευές και τις εξαγωγές παραμένουν σε αδύναμο περιβάλλον. Η εικόνα της μεταποίησης ήταν βελτιωμένη στις αρχές του Β' τριμ, ωστόσο τα τελευταία στοιχεία εξέπηξαν αρνητικά καθώς η μεταποίηση στην ΕΖ και ιδιαίτερα στην Γερμανία υποχώρησε περαιτέρω σε περιβάλλον συρρίκνωσης. Η ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια όπως ήταν αναμενόμενο, ωστόσο οι στόχοι για τον πληθωρισμό αναθεωρήθηκαν στο 2,5% από 2,3% για φέτος και στο 2,2% από 2% για το 2025. Αρνητική εξέλιξη για τις ευρωπαϊκές αγορές ήταν η προκήρυξη πρόωρων βουλευτικών εκλογών στη Γαλλία μετά τα αποτελέσματα των ευρωεκλογών.
- Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του Euro Stoxx (EPS) παραμένουν θετικές (+6,4% και +10,2% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα). Ωστόσο **η βελτίωση στα μακροοικονομικά στοιχεία 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 **όσο το επενδυτικό κλίμα παραμένει θετικό ότι το P/E της ΕΖ θα μπορούσε να ακολουθήσει την πορεία του αμερικανικού (Διάγραμμα 2), για το οποίο όμως έχουμε αναφέρει ότι βρίσκεται σε σημαντική απόκλιση από τα θεμελιώδη**. Εντός της ΕΖ, την μεγαλύτερη εκτίμηση για την κερδοφορία των εταιριών συνεχίζει να εμφανίζει ο μετοχικός δείκτης της Ισπανίας IBEX με ρυθμό ανόδου 19% για το 2024, ενώ τη χαμηλότερη αποτίμηση (P/E 9x) εξακολουθεί να εμφανίζει ο ιταλικός δείκτης FTSE MIB.
- **Διατηρούμε την ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ.**

1 | Ετήσια Μεταβολή Euro Stoxx EPS & Γερμανική Βιομ. Παραγωγή

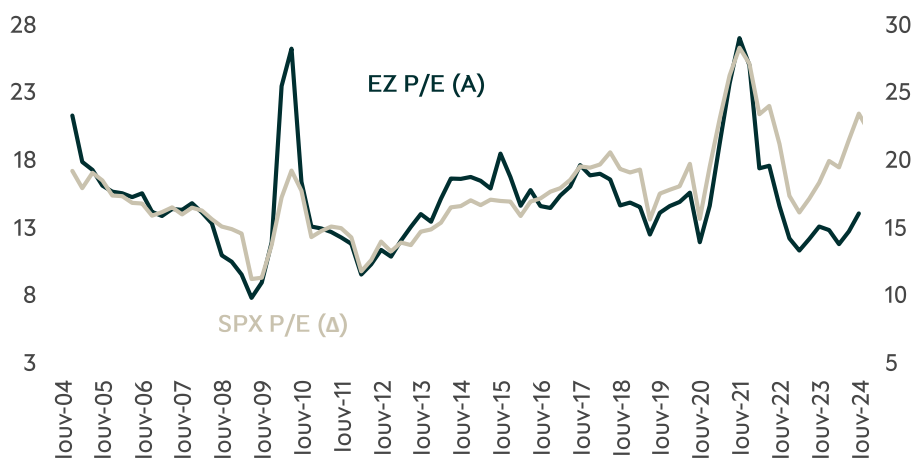


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



- Οι κλάδοι που ξεχώρισαν σε απόδοση το Β' τρίμηνο του έτους ήταν η Υγεία και η Τεχνολογία. Αντίθετα, σε αρνητικό έδαφος κινήθηκαν οι κλάδοι των Κυκλικών Προϊόντων, των Πρώτων Υλών, της Ενέργειας, των Χρηματοοικονομικών και των Ακινήτων.
- Μετά την υπεραπόδοση των growth κλάδων και το Β' τρίμ, διατηρούμε την θετική μας άποψη για τους value κλάδους που έχουν υποαποδώσει αλλά παραμένουν πιο ελκυστικοί σε όρους αποτίμησης.
- **Διατηρούμε την προτίμησή μας για τον κλάδο της Ενέργειας.** Ο κλάδος υποχώρησε το Β' τρίμ. με αρνητικές εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024, παρά την μικρή θετική αναθεώρησή τους για το τρέχον και το επόμενο έτος. Παραμένει από τους πιο ελκυστικούς κλάδους σε όρους αποτιμήσεων (P/E 7,2x, μερισματική απόδοση 5,8%). 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 σημείωσε άνοδο το Β' τρίμ, καθώς είναι αμυντικός και επωφελείται από το περιβάλλον της μείωσης των επιτοκίων που έχει ξεκινήσει από την ΕΚΤ. Παρά την άνοδο που σημείωσε εξακολουθεί να έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 12,2x (μέσος όρος 20ετίας 13,6x) και υψηλή μερισματική απόδοση (5,4%).
- **Διατηρούμε θετική άποψη για τον κλάδο των Ακινήτων.** Ο κλάδος των Ακινήτων κατέγραψε μικρές απώλειες το Β' τρίμ, ωστόσο αναμένεται να επανέλθει σε θετικό έδαφος καθώς θα επωφεληθεί από το περιβάλλον μείωσης των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Παράλληλα ο κλάδος διαπραγματεύεται με P/E 11,8x (μέσος όρος 20ετίας 19,9x), έχει υψηλή μερισματική απόδοση (5,1%) και είναι φθηνότερος του πανευρωπαϊκού δείκτη κυρίως σε όρους P/B (0,7x έναντι 1,7x).

## 2 | Euro Stoxx P/E & S&P 500 P/E

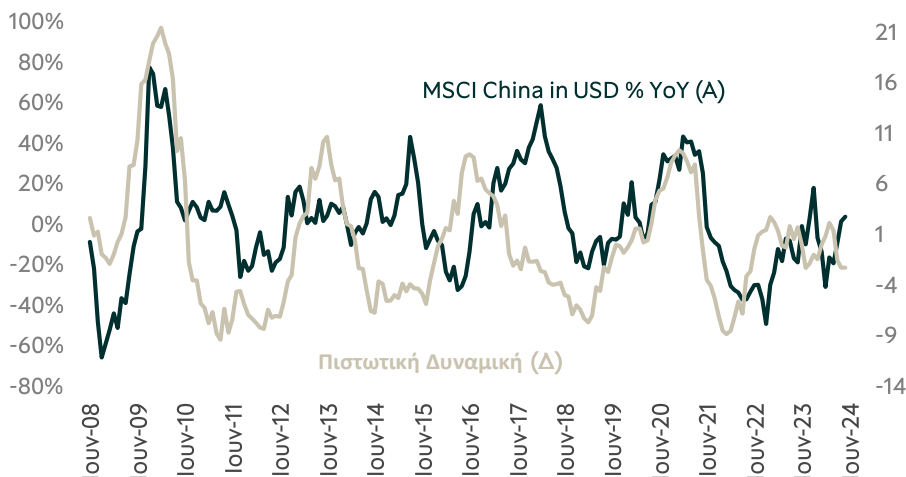


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

- Η ιαπωνική μετοχική αγορά μετά την αξιοσημείωτη ανοδική κίνηση του Α' τριμ υποχώρησε το Β' τριμ και σε τοπικό νόμισμα και σε όρους δολαρίου. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τον ιαπωνικό δείκτη TOPIX έχει υποχωρήσει σε σχέση με το προηγούμενο τριμ. (7% για το έτος 2024). Σε όρους αποτίμησης (P/E 14,7x) η μετοχική αγορά είναι φθηνότερη από την αμερικανική αλλά πιο ακριβή από την ευρωπαϊκή αγορά. Τα στοιχεία για τον τομέα των υπηρεσιών ήταν θετικά για το μεγαλύτερο τμήμα του Β' τριμ ωστόσο τα τελευταία μηνιαία στοιχεία εξέπληξαν αρνητικά καθώς έδειξαν υποχώρηση σε περιβάλλον ύφεσης. Ο τομέας της μεταποίησης βρίσκεται οριακά σε περιβάλλον ανάπτυξης και ο τομέας της βιομηχανίας υποχώρησε. **Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη στην Ιαπωνία.**
- **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές.** Το Β' τρίμηνο του έτους ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (AA) σημείωσε άνοδο. Η διαφορά της ανάπτυξης (%) του ΑΕΠ των αναδυόμενων έναντι των ανεπτυγμένων αγορών αναμένεται να διατηρηθεί το 2024 και το 2025. Σε επίπεδο μεταποίησης και εξαγωγών οι AA συνεχίζουν να εμφανίζουν καλύτερη εικόνα από τις ανεπτυγμένες οικονομίες, με τις κεντρικές τράπεζες των AA να παραμένουν σε στάση αναμονής. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών είναι υψηλότερη από της ΕΖ (18,9% και 13% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα) ενώ σε όρους αποτίμησης (P/E 13,3x) βρίσκεται στο ίδιο επίπεδο με αυτό της ΕΖ. **Στην Κίνα** ο δείκτης Hang Seng σημείωσε άνοδο άνω του 10% το Β' τριμ. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τους κινεζικούς δείκτες είναι υψηλότερη από της ΕΖ (7% για το έτος 2024) και παρόμοια για το 2025 (10%), ενώ η αποτίμηση (P/E 10x) είναι χαμηλότερη από της ΕΖ. Τα στοιχεία για το ΑΕΠ, τη βιομηχανική παραγωγή, την μεταποίηση και τις υπηρεσίες που ανακοινώθηκαν τοποθετούν τις προβλέψεις για την ανάπτυξη της χώρας υψηλότερα στο 4,7% με 4,8% για το 2024 (από 4,5% με 4,6% προηγούμενη εκτίμηση). Παραμένουν οι ανησυχίες για τον τομέα των Ακινήτων, τα αδύναμα στοιχεία της εσωτερικής κατανάλωσης και ο αποπληθωρισμός. **Η νομισματική πολιτική – αναμένεται να γίνει ακόμη πιο χαλαρή,** με την κεντρική τράπεζα να παρέχει επιπλέον χρηματοδότηση αντιστρέφοντας την επιβράδυνση της πιστωτικής επέκτασης (Διάγραμμα1). Ταυτόχρονα, η δημοσιονομική πολιτική εκτιμάται ότι θα εξακολουθήσει να παρέχει στήριξη στη ανάπτυξη, ιδίως μέσω της υλοποίησης σημαντικών έργων υποδομής. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας αλλά αναμένουμε μια άνοδο της μεταβλητότητάς μέχρι να παρατηρηθεί ανάκαμψη ρευστότητας στην αγορά.

1 | MSCI China σε USD (Ετήσια) & Πιστωτική Δυναμική



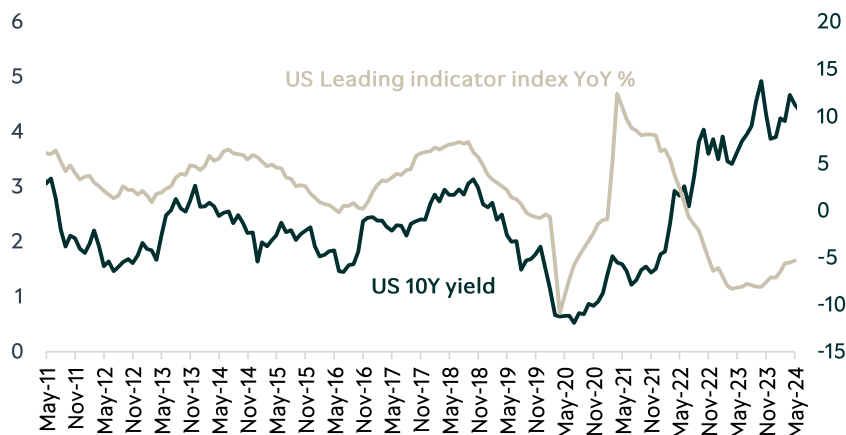
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

## 04 Ομόλογα

### 4.1 ΗΠΑ | Κρατικά: Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε θετική από ήπια θετική

- Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ ανήλθε τον Απρίλιο σε υψηλό (4,71%) από τον Οκτώβριο του 2023, καθώς δεν επαληθεύτηκαν οι προσδοκίες για άμεση μείωση επιτοκίων. Στη συνέχεια ωστόσο υποχώρησε στην περιοχή του 4,4%, **καθώς η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού ενίσχυσε τις πιθανότητες για μείωση τον Σεπτέμβριο, με την αγορά να τιμολογεί με σημαντική πιθανότητα μείωση κατά 25 μ.β.** Οι επενδυτές εστίασαν στην απρόσμενα θετική μέτρηση του πληθωρισμού, ο οποίος εμφάνισε τον Μάιο χαμηλό (3,4%) από τον Ιούλιο του 2022 και σε μηνιαία βάση παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητος (0,01%), γεγονός που είχε να συμβεί από τον Ιούλιο του 2022. Η μεταβλητότητα στην ομολογιακή κατηγορία παραμένει χαμηλή, δείγμα του ότι η αγορά δεν ανησυχεί για την πορεία του πληθωρισμού και την επίπτωση στην πολιτική της Fed, ενώ η απόδοση του 10ετούς παραμένει υψηλή. **Από 1 Ιουνίου, η Fed δεν αγοράζει μέχρι και \$25 δις treasuries στο πλαίσιο της απομείωσης του ισολογισμού της με τον αντίκτυπο στην αγορά ομολόγων να είναι ελεγχόμενος προς το παρόν.** Σε πρόσφατη δημοπρασία 10 ετών κρατικών ομολόγων ο δείκτης κάλυψης ήταν ο υψηλότερος (2,67) των τελευταίων 2 ετών και το ποσοστό που κάλυψαν οι ειδικοί διαπραγματευτές ήταν το χαμηλότερο από τον Αύγουστο (11,6%), γεγονός που καταδεικνύει υψηλό ενδιαφέρον από τους επενδυτές. Τέλος παρατηρούμε μια σταδιακή μείωση των ανοικτών πωλήσεων (net shorts), δηλαδή της στρατηγικής ορισμένων επενδυτών που προσδοκούν μείωση των τιμών και αύξηση των αποδόσεων. Ενώ σημειώνεται μια επιδείνωση της οικονομικής δραστηριότητας με βάση τον πρόδρομο οικονομικό δείκτη (Leading Indicator, Διάγραμμα 1) αυτό δεν αντανακλάται στην απόδοση του 10ετούς. Θεωρούμε ότι αυτό σταδιακά θα αλλάξει και η απόδοση του 10ετούς και θα υποχωρήσει διαβλέποντας και ορισμένα πρώιμα στοιχεία αδυναμίας στην αγορά εργασίας.
- **Συμπερασματικά, μεταβάλλουμε σε θετική από ήπια θετική την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ,** καθώς η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού συνεχίζεται έστω και με ήπιο ρυθμό, ορισμένα μακροοικονομικά στοιχεία εμφανίζουν αρχικές ενδείξεις επιδείνωσης περισσότερο του αναμενομένου και η έκθεση στην κατηγορία αυτή προσφέρει αξιόπιστη εναλλακτική σε περίπτωση επιβράδυνσης της οικονομίας. Ωστόσο, η πιθανότητα να υπάρξει κάποιο γεωπολιτικό γεγονός που θα οδηγήσει σε υψηλότερο πληθωρισμό (π.χ. άνοδος πετρελαίου) και η αβεβαιότητα του εκλογικού κύκλου στις ΗΠΑ (εκλογή Trump με επιβολή νέων δασμών, πληθωριστικές πιέσεις, δημοσιονομική επέκταση) αποτελούν παράγοντες κινδύνου στη στρατηγική μας.

1 | Απόδοση 10ετούς Ομολόγου ΗΠΑ & Πρόδρομοι Δείκτες

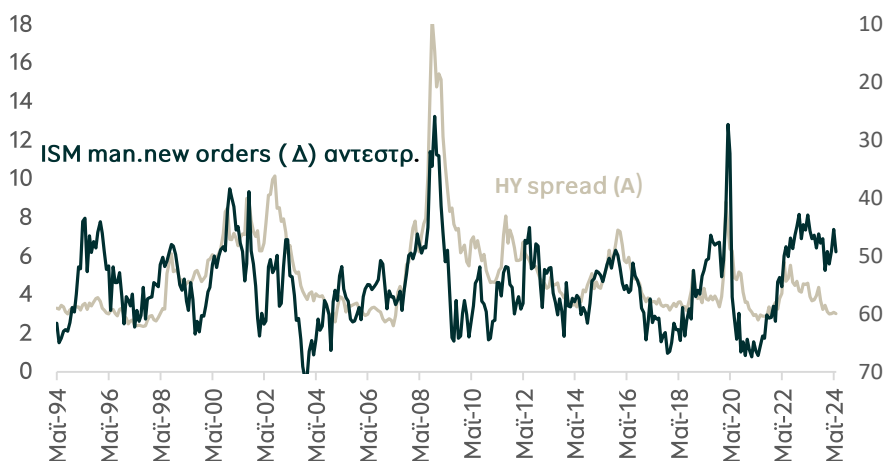


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

- Το spread των αμερικανικών εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης (IG) υποχώρησε τον Μάιο σε χαμηλό (85 μ.β.) από τον Νοέμβριο του 2021 αντανακλώντας την ευνοϊκή επενδυτική διάθεση και τη χαμηλή μεταβλητότητα στην αγορά ομολόγων. Παρόμοια εικόνα και για τα HY που υποχώρησαν σε χαμηλό (289 μ.β.) από τον Ιανουάριο του 2022 προτού επιστρέψουν στην περιοχή του 3,1.
- Με βάση τις ενδείξεις για τις συνθήκες δανειοδότησης προς τις μικρομεσαίες επιχειρήσεις, την ρευστότητα, τον λόγο νέων παραγγελιών προς αποθέματα, του πρόδρομου δείκτη ISM και το ποσοστό αθέτησης καταναλωτικών δανείων που δημοσιεύει η Fed, τα spread IG και ιδιαίτερα των HY θα έπρεπε να διαπραγματεύονται σε υψηλότερα επίπεδα. **Αξιοσημείωτη είναι η απόκλιση του δείκτη ISM μεταποίησης νέων παραγγελιών σε σχέση με το HY spread το τελευταίο διάστημα (Διάγραμμα 2). Η συνεχής επιδείνωση του δείκτη (λιγότερες νέες παραγγελίες), παρά τη βελτιωμένη μέτρηση του Ιουνίου δεν συνδέθηκε με περαιτέρω αύξηση των spreads, κάτι το οποίο αναμένεται να συμβεί σταδιακά.**
- Τα ομόλογα IG έχουν υψηλή μέση διάρκεια (duration) περί τα 7 έτη, παρουσιάζοντας μεγάλη ευαισθησία στις μεταβολές των επιτοκίων. Θεωρούμε ότι η ευνοϊκή επίπτωση από την μείωση των αποδόσεων θα υπερισχύσει των απωλειών από την εκτιμώμενη άνοδο των spreads και τα US IG θα υπεραποδόσουν έναντι των μέσων χρηματαγοράς σε επίπεδο εννεάμηνου. Για παράδειγμα, σε μια διεύρυνση των spread στις 120 μ.β. (από 90 μ.β.) και με μείωση της απόδοσης του 10ετούς ομολόγου στην περιοχή του 4,1% (από 4,4%), τα US IG αναμένεται να υπεραποδόσουν έναντι των μετρητών κατά περίπου 100 μ.β. **Για αυτό μεταβάλλουμε την στάση μας από ουδέτερη σε ήπια θετική.** Παράγοντες κινδύνου αποτελούν ενδεχόμενη αύξηση του πληθωρισμού ή η διατήρησή του σε υψηλά επίπεδα, γεγονός που θα αποτρέψει τη Fed να χαλαρώσει τη νομισματική της πολιτική.
- Σχετικά με τα HY, θεωρούμε ότι το spread τους θα αυξηθεί το επόμενο διάστημα, καθώς η θετική επίδραση από το risk on περιβάλλον του α' εξαμήνου θα μετριαστεί και η οικονομία θα επιβραδυνθεί. **Έχουν χαμηλό duration (3 έτη) και θα ωφεληθούν αισθητά λιγότερο από την αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων. Αποφεύγουμε έκθεση σε εκδότες με υψηλές ανάγκες αναχρηματοδότησης και υποψήφιους να απωλέσουν το καθεστώς IG (fallen angles). Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.**

### 2| ΗΠΑ HY Spreads & δείκτης ISM μεταπ. νέες παραγγελίες

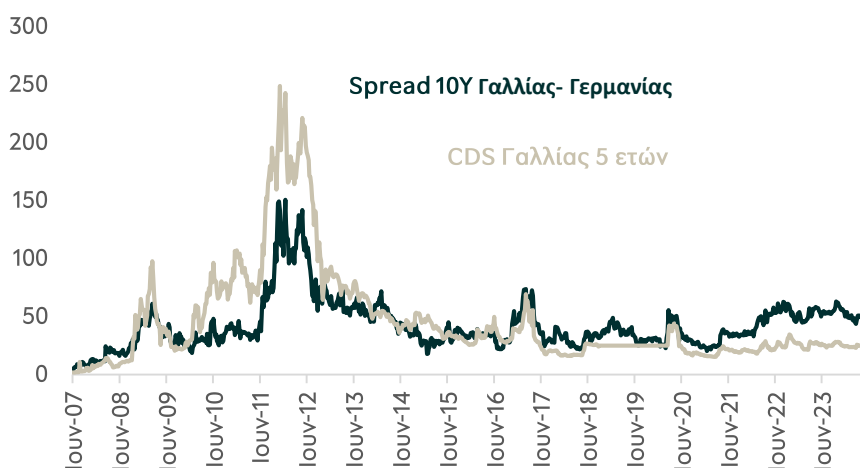


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

### 4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά: Μεταβάλλουμε σε Θετική την άποψή μας

- Το γερμανικό 2ετές παρέμεινε σχεδόν αμετάβλητο το Β' τρίμηνο, ενώ η απόδοση του 10ετούς ενισχύθηκε σε υψηλό (2,71%) από τον Νοέμβριο του 2023 προτού αποκλιμακωθεί στην περιοχή του 2,6%. Η μείωση των επιτοκίων από την ΕΚΤ ήταν προεξοφλημένη, ενώ επιβεβαιώθηκε η λειτουργία των γερμανικών ομολόγων ως ασφαλή καταφύγιο στην πολιτική αβεβαιότητα της Γαλλίας.
- Η ΕΚΤ μείωσε τα επιτόκια κατά 25 μ.β., επιβεβαιώνοντας την ανεξαρτησία της, καθώς ενισχύεται η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, ενώ ορισμένα μακροοικονομικά στοιχεία επιδεινώνονται. Οι ανησυχίες για τον δημοσιονομικό αντίκτυπο των μέτρων που προτείνουν τα επικρατέστερα κόμματα οδήγησαν τα spread 10ετών ομολόγων Γαλλίας – Γερμανίας σε υψηλό από το 2012. Η αύξηση του spread οφείλεται περισσότερο στην μείωση της απόδοσης του bund παρά στην άνοδο του γαλλικού 10ετούς. **Η αγορά των CDS αν και επηρεάστηκε, δεν έδειξε την ίδια ανησυχία, παραμένοντας κάτω από τα επίπεδα του 2017 (Διάγραμμα 1).** Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με τη δέσμευση σχετικά με μη προκήρυξη προεδρικών εκλογών, το ειδικό βάρος της Γαλλίας στην Ευρωζώνη και το υψηλό μέγεθος ανοικτών θέσεων στα futures των γαλλικών ομολόγων μας οδηγεί στο να **αναμένουμε βραχυπρόθεσμα αύξηση της μεταβλητότητας, αλλά χωρίς αυτή να επηρεάσει τη γενικότερα θετική μας άποψη για τα ομόλογα Ευρωζώνης.**
- Αν και η ΕΚΤ απέφυγε να σηματοδοτήσει την πολιτική της, η προθεσμιακή αγορά τιμολογεί περαιτέρω μείωση των επιτοκίων κατά 25 μ.β. τον Οκτώβριο και υπολογίζει από 2 έως 3 μειώσεις συνολικά για το τρέχον έτος. **Θεωρούμε ότι η επιβράδυνση στις ΗΠΑ θα επηρεάσει και την οικονομία της Ευρωζώνης. Παράλληλα, οι προσδοκίες της αγοράς για το μακροχρόνιο επιτόκιο ισορροπίας στην Ευρωζώνη είναι υπερβολικά αισιόδοξες (εκτιμούμε ότι μεσοπρόθεσμα τα επιτόκια θα ισορροπήσουν χαμηλότερα).** Για τους παραπάνω λόγους **μεταβάλλουμε την άποψη μας στα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης από ήπια θετική σε θετική.** Αναγνωρίζουμε και τον αντισταθμιστικό ρόλο που έχει η αυξημένη έκθεση σε κρατικά ομόλογα στα χαρτοφυλάκια σε περίπτωση επιδείνωσης της οικονομικής δραστηριότητας.
- Παράγοντες κινδύνου στη στρατηγική μας αποτελούν **ένα γεωπολιτικό γεγονός** το οποίο θα αυξήσει τις τιμές ενέργειας στις οποίες είναι εξαιρετικά εκτεθειμένη η οικονομία της Ευρωζώνης (εκ νέου πληθωριστικές πιέσεις) και **μία επιδείνωση της κατάστασης και δημιουργίας κρίσης χρέους** στη Γαλλία. Ωστόσο, τα γεγονότα αυτά δεν αποτελούν το βασικό μας σενάριο.

#### 1 | Επίπτωση αβεβαιότητας στα γαλλικά spread-CDS

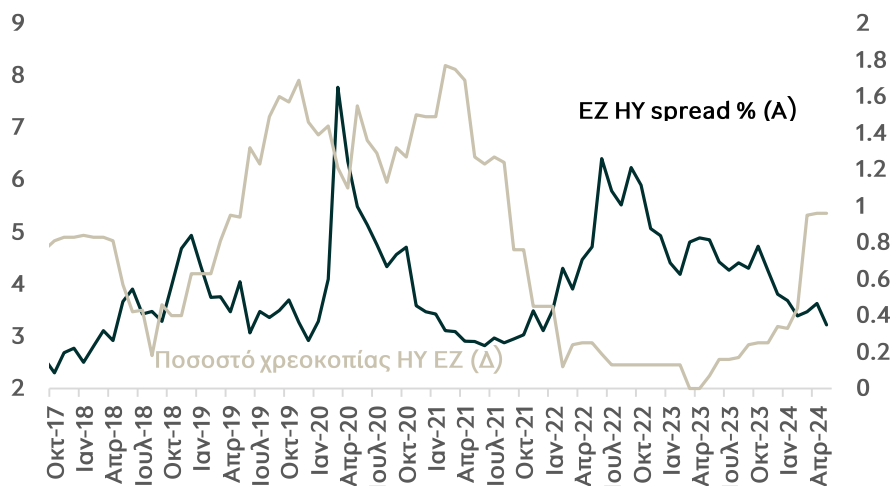


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

#### 4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά: Ουδέτερη στα IG και ήπια αρνητική στα HY

- Τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης (EZ HY) υπεραπέδωσαν των εταιρικών επενδυτικής διαβάθμισης (EZ IG), καθώς η EKT προχώρησε σε μείωση των επιτοκίων, δεν επαληθεύτηκε το σενάριο ήπιας ύφεσης σε κύριες οικονομίες της Ευρωζώνης και το κλίμα στην μετοχική κατηγορία διατηρήθηκε ευνοϊκό. (ιστορικά υπάρχει θετική συσχέτιση ομολόγων HY και μετοχών).
- Το spread των ομολόγων IG Ευρωζώνης κατέγραψε στις 30 Μαΐου χαμηλό (108 μ.β.) από τον Φεβρουάριο του 2022 και παρόμοια αποκλιμάκωση εμφάνισε και το spread των HY που εμφάνισε στις 7 Ιουνίου πριν τις ευρωεκλογές χαμηλό (318 μ.β.) από τον Ιανουάριο του 2022. Στη συνέχεια κινήθηκαν ανοδικά, παραμένοντας ωστόσο χαμηλότερα κατά 10% περίπου από τις αρχές του έτους.
- **Αναβαθμίζουμε σε ουδέτερη την άποψή μας για τα εταιρικά IG Ευρωζώνης από ήπια αρνητική, συμβαδίζοντας με την στάση μας για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης.** Η διάρκεια των IG Ευρωζώνης είναι μικρότερη (4,5 έτη) σε σχέση με των US IG (7 έτη) και για αυτό δεν αναπροσαρμόζουμε θετικότερα την άποψη μας. Θεωρούμε ότι στο τρέχον περιβάλλον ήπιας ανάπτυξης και αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού μπορούν να υπεραποδώσουν έναντι των μετρητών. Το μέσο περιθώριο EBITDA των εταιρειών με αξιολόγηση IG στην Ευρωζώνη ανέρχεται σε 24,89%, εμφανίζοντας ανθεκτικότητα σε σύγκριση με τα προηγούμενα τρίμηνα, ενώ αν εξαιρεθεί ο κλάδος ακινήτων ο οποίος αντιμετωπίζει πολυποίκιλες προκλήσεις, **η εικόνα εταιρικής κερδοφορίας στην εν λόγω κατηγορία εμφανίζεται ικανοποιητική.**
- **Διάφορα μακροοικονομικά μεγέθη (PMI, βιομηχανική παραγωγή, λιανικές πωλήσεις) παρουσιάζουν επιδείνωση ή δυσκολία ανάκαμψης το τελευταίο διάστημα, ενώ τα spread στα HY δεν διευρύνονται. Επιπλέον έχουν χαμηλό duration (2,8 έτη) και αναμένεται να ωφεληθούν λιγότερο από την εκτιμώμενη μείωση των επιτοκίων.** Παράλληλα, ο δείκτης κάλυψης τόκων (EBITDA/ έξοδα τόκων) των HY Ευρωζώνης εκτός χρηματοοικονομικών παρέμεινε το α' τρίμηνο του 2024 στο 4,8 το οποίο είναι χαμηλό από το 2009. Τέλος, το ποσοστό χρεοκοπίας ανήλθε τον Μάιο σε υψηλό (0,96%) από τον Αύγουστο του 2021 (Διάγραμμα 2), το οποίο αν και είναι σχετικά χαμηλό σε απόλυτο μέγεθος είναι υπερδιπλάσιο σε σχέση με τις αρχές του έτους, γεγονός που μας καθιστά επιφυλακτικούς για την εν λόγω κατηγορία **διατηρώντας την ήπια αρνητική μας στάση.**

2| EZ HY Spreads & ποσοστό χρεοκοπίας HY



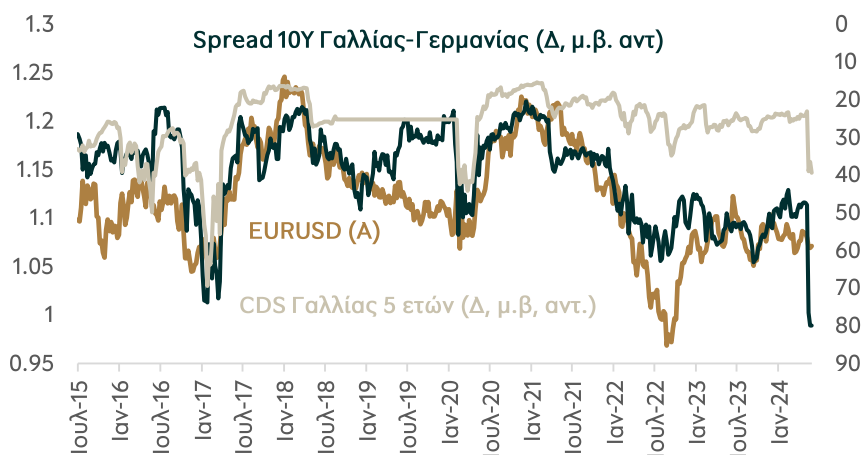
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

## 05 Συνάλλαγμα

### 5.1 EURUSD: Θετική άποψη (Αρνητική βραχυπρόθεσμα)

- Το δολάριο των ΗΠΑ συνέχισε την ανοδική του δυναμική και στο β τρίμηνο του έτους καθώς η οικονομία συνέχισε να εκπληρώσει θετικά ενώ η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού παρέμεινε σταδιακή, οδηγώντας στην προεξόφληση μιας πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής. Θεωρούμε ότι βρισκόμαστε προς το τέλος αυτής της δυναμικής και πλέον οι πιθανότητες γείρουν προς μια πιο γρήγορη αποκλιμάκωση της ονομαστικής ανάπτυξης στις ΗΠΑ σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Πέρα από τις κυκλικές αυτές παραμέτρους, σε μακροχρόνιο ορίζοντα το δολάριο παραμένει υπερτιμημένο λόγω των υψηλών ελλειμμάτων. Υποστηρικτικό του δολαρίου όμως αναμένονται να είναι για τους επομένους 3 με 6 μήνες ο γεωπολιτικός κίνδυνος και μια πιθανή αύξηση της μεταβλητότητάς στις αγορές.
- Η ισοτιμία EURUSD παρέμεινε υπό σχετική μόνο πίεση και στο β τρίμηνο καθώς το νόμισμα παραμένει φτηνό σε σχέση με πολλές διαρθρωτικές (εμπορικά και δημοσιονομικά ισοζυγία) και κυκλικές μεταβλητές καθώς πλέον αναμένεται μια σταδιακή επιτάχυνση της ευρωπαϊκής οικονομίας μέσα στα επόμενα 1-2 χρόνια σε αντίθεση με την επιβράδυνση των ΗΠΑ, ενώ παράλληλα η δολαριακή ρευστότητα παραμένει υψηλή και η ισοτιμία έχει ήδη προεξοφλήσει μια πιο αυστηρή επιτοκιακή πολιτική από μέρος της Fed. Οι μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις για την ισοτιμία EURUSD βρίσκονται στο 1,1500 (τέλος 2028), ενώ σε ορίζοντα έτους οι αναλυτές συγκλίνουν στο 1,1100. Δυο είναι οι βασικοί κίνδυνοι για την ισοτιμία: α) Μια ύφεση στις ΗΠΑ η οποία θα επηρεάσει πολλαπλασιαστικά την ευρωπαϊκή οικονομία (μικρής πιθανότητας στο στάδιο αυτό) και κυρίως β) οι εκλογές στην Γαλλία οι οποίες είναι πολύ πιθανό να αποτελέσουν (μαζί με τις γενικότερες πολιτικές ανακατατάξεις στον απόηχο των ευρωεκλογών) αφορμή να αναδυθούν πάλι ανησυχίες που έχουν να κάνουν με την συνοχή της Ευρωζώνης καθώς η πορεία προς μια βαθύτερη οικονομική ενοποίηση θα γίνει ακόμα πιο δύσκολη. Ως τώρα η αντίδραση των αγορών είναι περιορισμένη και ενώ το spread Γαλλίας - Γερμανίας έχει διευρυνθεί στις 80μβ (όπως και στις προεδρικές εκλογές του 2017) τα CDS της Γαλλίας έχουν αυξηθεί μόνο κατά 16μβ (έναντι 40 το 2017) Αναμένουμε άνοδο της μεταβλητότητας στο επόμενο διάστημα και μετατοπίζουμε πτωτικά το κάτω όριο των αναμενομένων ζωνών διακύμανσης με το 3 μηνιαίο εύρος να διαμορφώνεται στο 1,0655 – 1,08500 και το ετήσιο στο 1,0350 – 1,1215 (με διατήρηση του ετήσιου στόχου στο 1,1000.)

#### 1 | Γαλλικός Κίνδυνος & EURUSD



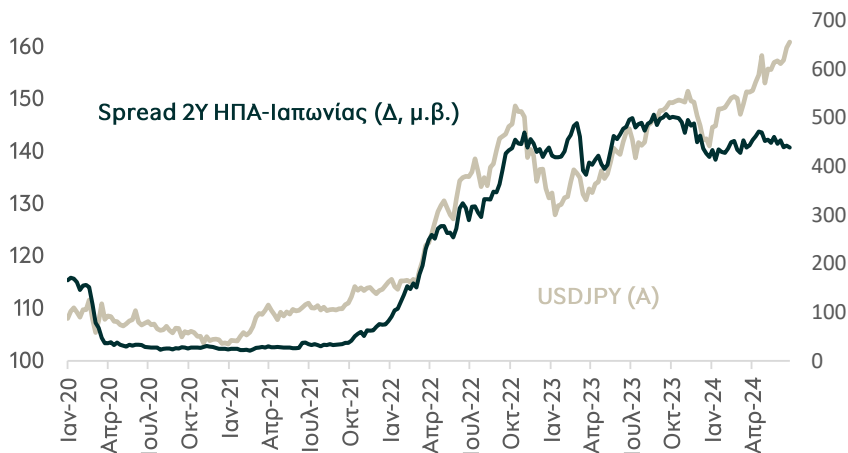
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 5.2 USDJPY: Αρνητική | EURGBP: Θετική

- Το γεν εξακολουθεί να βρίσκεται κάτω από ιδιαίτερη πίεση το δεύτερο τρίμηνο παρά το ότι οι σχετικά αρνητικές εκπλήξεις στην οικονομία των ΗΠΑ έχουν οδηγήσει σε μια σημαντική αποκλιμάκωση της επιτοκιακής διαφοράς ΗΠΑ-Ιαπωνίας από το τέλος Απριλίου και μετά. Έτσι για παράδειγμα ενώ τα 2 ετή και 10 ετή spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας έχουν μειωθεί κατά 43 και 60 μ.β. αντιστοίχως, το δολάριο έχει ενισχυθεί κατά 3% περίπου έναντι του γεν. Εκτός από τα spread, ο πληθωρισμός αναμένεται να αποκλιμακωθεί πιο γρηγορά στις ΗΠΑ από την Ιαπωνία μέσα στα επόμενα 2 χρόνια, (για τις ΗΠΑ εκτιμάται μια μείωση του πληθωρισμού κατά 1,35% -η διαφορά μεταξύ του ρυθμού του 2023 και του μέσου ορού των εκτιμήσεων για το 2024 & 2025- μείωση μεγαλύτερη από την αντίστοιχη της Ιαπωνίας κατά 1,15%), ενώ η Ιαπωνία έχει σημαντικά μικρότερο δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ και πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στο 3% του ΑΕΠ. Αρνητική για το γεν είναι η εκτίμηση ότι θα δούμε μια πιο ισχυρή αποκλιμάκωση της ανάπτυξης στην Ιαπωνία σε σχέση με τις ΗΠΑ. κατά μέσο όρο στα επόμενα 2 έτη. Η ανοδική δυναμική του USDJPY θα μπορούσε να συνεχιστεί όσο τα spread με τις ΗΠΑ παραμένουν σε επίπεδα αντισταθμίζουν την ακόμα χαμηλή μεταβλητότητα της ισοτιμίας. Αναμένουμε ότι μεσοπρόθεσμα η σχέση αυτή δεν θα διατηρηθεί (πτώση των spread και άνοδος της μεταβλητότητας). **Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος αυξάνεται για ακόμα μια φορά σε 145-165 (προηγ. 142 – 158) με άνοδο του ετήσιου στόχου στο 145 (προηγ. 143).**
- Ύστερα από την σημαντική επιβράδυνση, με υψηλό πληθωρισμό του 2023, η οικονομία του Ηνωμένου Βασιλείου έχει αρχίσει να ευθυγραμμίζεται με αυτή της Ευρωζώνης (με ονομαστική ανάπτυξη 3,1% με 3,5% για τα επόμενα 2 χρόνια). Η στερλίνα παραμένει «ακριβή» σε σχέση με το ευρώ, καθώς πρόσφατα όχι μόνο τα spread έχουν κινηθεί υπερ του ευρώ αλλά και στο μέτωπο των ελλειμάτων το Ηνωμένο Βασίλειο χαρακτηρίζεται από μεγαλύτερα δημοσιονομικά και εμπορικά ελλείματα σε σχέση με την ΕΖ. Ίσως και εδώ η πολύ χαμηλή μεταβλητότητα να οδηγεί σε ενδυνάμωση τη στερλίνα που προσφέρει υψηλότερα επιτόκια. Μια περιορισμένη ανησυχία για την πορεία της ευρωπαϊκής ενοποίησης (Γαλλικές εκλογές) θα μπορούσε να οδηγήσει σε περαιτέρω πιέσεις στην ισοτιμία ως το 0,8300. **Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω για την ισοτιμία EURGBP, μεταβάλλουμε σε αρνητική την άποψή μας βραχυπρόθεσμα και διατηρούμε την θετική μας άποψη σε ετήσιο οριζόντιο. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται στο 0,8300- 0,8880 με στόχο στο 0,8600 (από 0.8800).**

### 1 | Διαφορά αποδόσεων κρ. ομολόγων 2-ετίας ΗΠΑ-Ιαπωνίας & USDJPY



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική



## 06 Εμπορεύματα

### 6.1 Πετρέλαιο: Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας

- Οι τιμές του πετρελαίου σημείωσαν ήπιες πτωτικές πιέσεις το Β' τρίμηνο του 2024 (WTI -1,96%, Brent -1,22%), ύστερα από τις υψηλές αποδόσεις του Α' τριμήνου, εξαιτίας των αυξημένων αποθεμάτων αργού στις ΗΠΑ (+6,87% YTD), (Διάγραμμα 1) και του βραδύτερου ρυθμού ανάκαμψης της ζήτησης.
- Στην διολίσθηση των τιμών συνετέλεσε και η απόφαση του ΟΠΕΚ+ για εθελοντικές αυξήσεις στην παραγωγή πετρελαίου σε χώρες-μέλη του από το Β' εξάμηνο του 2024, διατηρώντας, όμως, τις υφιστάμενες περικοπές (-5,86 εκατ. βαρέλια/ημέρα). Στην ίδια γραμμή φαίνεται να κινείται και η Διεθνής Υπηρεσία Ενέργειας των ΗΠΑ, η οποία αναφέρει σε έκθεσή της ότι η παραγωγή αναμένεται να αυξηθεί φτάνοντας τα 13,24 εκατ. βαρέλια το 2024 και το 2025 να κινηθεί ακόμα υψηλότερα, ενώ εξαιτίας της πράσινης ανάπτυξης είναι πιθανή η ύπαρξη σημαντικού πλεονάσματος προσφοράς έως το 2030, σηματοδοτώντας μια πτωτική προοπτική για τις πετρελαϊκές τιμές (έως και τα \$60 το 2025).
- Οι προβλέψεις του ΟΠΕΚ+ για την παγκόσμια ζήτηση διατηρήθηκαν αμετάβλητες (ενίσχυση κατά 2,25 εκατ. βαρέλια το 2024 και κατά 1,85 εκατ. βαρέλια το 2025) υποστηριζόμενες από ενίσχυση της κατανάλωσης κατά την διάρκεια του καλοκαιριού, μια δυναμική που δύναται να **ενισχύσει την τιμή του, βραχυπρόθεσμα, έως τα \$90-\$95**, ταυτόχρονα με τη συνέχιση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, των κινδύνων στην εφοδιαστική αλυσίδα και της παράτασης των πετρελαϊκών περικοπών.
- Αν και η τάση παραμένει θετική, συσχετίζοντας την τιμή του αργού με παράγοντες όπως τις μεταβολές της ζήτησης, την προσφορά, το δολάριο, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια και την κλίση της καμπύλης των αμερικανικών επιτοκίων, εκτιμούμε μια **δίκαιη τιμή στα \$71**, επίπεδο αρκετά χαμηλότερο από την τρέχουσα τιμή του (\$82).
- Με βάση την παραπάνω ανάλυση, **οι προοπτικές της πετρελαϊκής αγοράς αντικατοπτρίζουν μια θετική δυναμική στην τιμή του**, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, υποστηρίζοντας ενδεχομένως και ένα υψηλότερο επίπεδο αποτίμησης. Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα, οι κίνδυνοι φαίνεται να είναι περισσότερο πτωτικοί, λαμβάνοντας επιπλέον υπόψη την διατήρηση των αυστηρότερων πιστωτικών συνθηκών από τη Fed για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα, αντανακλώντας σε έναν επιβραδυνόμενο ρυθμό παγκόσμιας ανάπτυξης. **Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας.**

1 | Τιμή Πετρελαίου & Αποθέματα ΗΠΑ (ex SPR)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

## 6.2 Χρυσός: Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας

- Η τιμή του χρυσού συνέχισε να καταγράφει κέρδη και στο Β' τρίμηνο (+4,34%), σηματοδοτώντας τρία συνεχόμενα τρίμηνα κερδών, φτάνοντας σε ιστορικό υψηλό επίπεδο, υποστηριζόμενη από τις προσδοκίες μείωσης των επιτοκίων της Fed και τη συνέχιση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, «αγνοώντας» άλλους παράγοντες όπως τη θετική δυναμική του δολαρίου και της ενίσχυσης των αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ.
- Παρά την απόφαση της Fed να μην προβεί ακόμα σε χαλάρωση της νομισματικής της πολιτικής και την επιθετική ρητορική αξιωματούχων της, η αγορά εξακολούθησε να τιμολογεί με αυξημένη πιθανότητα το ενδεχόμενο μείωσης των επιτοκίων μέσα στο 2024, ευνοώντας την τιμή του χρυσού.
- Αν και υπάρχει αρνητική συσχέτιση μεταξύ της τιμής του χρυσού και των πραγματικών επιτοκίων (2,15%), (Διάγραμμα 1) αλλά και των αποδόσεων των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ (10ετία ΗΠΑ στο 4,39%), η ενίσχυσή τους στο Β' τρίμηνο δεν φάνηκε να επηρεάζει πτωτικά την τιμή του χρυσού, ενδεικτικό στοιχείο της αβεβαιότητας που κυριαρχεί στην αγορά.
- Η ζήτηση για χρυσό από τις Κεντρικές Τράπεζες των αναδυομένων οικονομικών το Α' τρίμηνο οδήγησε την τιμή του σε επίπεδα ρεκόρ. Ωστόσο, η τάση αυτή πιθανά να εμφανίσει σημάδια εξασθένησης περιορίζοντας τις ανοδικές πιέσεις καθώς η Τράπεζα της Κίνας διακόπτει τις αγορές αποθεμάτων χρυσού για τις εμπορικές τράπεζες της, τερματίζοντας μια θετική δυναμική 18 μηνών.
- Επιπλέον, όσο η Fed μειώνει τον ισολογισμό της ως % του ΑΕΠ και περιορίζει την ρευστότητα στην πραγματική οικονομία, αυτό αναμένεται να έχει αρνητικό αντίκτυπο όχι μόνο στην τιμή του χρυσού αλλά και στην σχέση του με τις τιμές των άλλων εμπορευμάτων.
- Ανακεφαλαιώνοντας, ο αντισταθμιστικός του ρόλος απέναντι σε αναταράξεις που εμπεριέχουν ρίσκο και αβεβαιότητα (πόλεμοι, επερχόμενες εκλογές ΗΠΑ), είναι πιθανό να συνεχίσει να ευνοεί την τιμή του. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμα, το υψηλό επίπεδο αποτίμησης πιθανά να λειτουργήσει αρνητικά στο πλαίσιο κατοχύρωσης κερδών, εάν ληφθεί υπόψη και το επίπεδο των αυξημένων αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα και των πραγματικών επιτοκίων. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας.**

1 | Τιμή χρυσού & Εκτίμηση 10ετών πραγματικών επιτοκίων Fed



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

## 07 Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας καθώς οι αποτιμήσεις δεν εμφανίζονται ελκυστικές και οι προσδοκίες για την κερδοφορία παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, αυξάνοντας τον κίνδυνο απογοήτευσης των επενδυτών.
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ΕΖ, καθώς θα πρέπει να υπάρξει βελτίωση στα μακροοικονομικά μεγέθη και πιο ξεκάθαρο πολιτικό τοπίο ώστε να αναπροσαρμόσουμε ανοδικά την στάση μας.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας ενδεχομένως να χρειαστεί να αναπροσαρμόσει την νομισματική πολιτική της. Παράλληλα, ορισμένα μακροοικονομικά μεγέθη έχουν χάσει την δυναμική τους το τελευταίο διάστημα.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις ΑΑ, αναμένοντας μια άνοδο της μεταβλητότητας μέχρι να παρατηρηθεί ανάκαμψη ρευστότητας στην αγορά. Παραμένουν οι ανησυχίες για τον τομέα ακινήτων στην Κίνα, ωστόσο οι αποτιμήσεις είναι ελκυστικές σε σχέση με το παρελθόν.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Θετική	Μεταβάλλουμε σε θετική την άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα των ΗΠΑ, καθώς η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού συνεχίζεται έστω και με ήπιο ρυθμό και ορισμένα μακροοικονομικά στοιχεία εμφανίζουν ενδείξεις επιδείνωσης περισσότερο του αναμενόμενου.
Κρατικά Ευρωζώνης	Θετική	Μεταβάλλουμε σε θετική την άποψή μας, καθώς θεωρούμε ότι η επιβράδυνση της αμερικανικής οικονομίας θα επηρεάσει και την Ευρωζώνη. Παράλληλα, θεωρούμε ότι το μακροχρόνιο επιτόκιο ισορροπίας θα ισορροπήσει χαμηλότερα των εκτιμήσεων της αγοράς.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ήπια Θετική	Μεταβάλλουμε σε ήπια θετική την άποψή μας, καθώς η προοπτική μείωσης των επιτοκίων της Fed και η αναμενόμενη καλύτερη απόδοση των IG έναντι των μέσων χρηματαγοράς αναμένεται να υπερισχύσουν την εκτιμώμενης διεύρυνσης των spreads.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα HY των ΗΠΑ, καθώς η θετική επίδραση από την αυξημένη διάθεση για ανάληψη κινδύνου (risk on) αναμένεται να μετριαστεί το επόμενο διάστημα και οι επιπτώσεις από την παρατεταμένη αυστηρή νομισματική πολιτική θα γίνονται ολοένα και πιο εμφανείς.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Μεταβάλλουμε την άποψή μας από ήπια αρνητική σε ουδέτερη συμβαδίζοντας με την στάση μας για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης. Η διάρκεια των IG ομολόγων Ευρωζώνης είναι μικρότερη από των US HY και για αυτό δεν αναπροσαρμόζουμε θετικότερα την άποψή μας.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας. Διάφορα μακροοικονομικά μεγέθη και ορισμένοι δείκτες χρέους, ρευστότητας και εξυπηρέτησης χρέους εμφανίζουν οριακή επιδείνωση που μας καθιστούν ακόμα επιφυλακτικούς για την εν λόγω κατηγορία.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Θετική	Η αρνητική τάση της ισοτιμίας ενδέχεται να συνεχιστεί βραχυπρόθεσμα, καθώς η πολιτική κατάσταση στην Ευρωζώνη και η καλύτερη εικόνα της αμερικανικής οικονομίας αναμένεται να επιδράσουν βραχυπρόθεσμα αρνητικά στο ευρώ. Ωστόσο το Ευρώ παραμένει φτηνό σε σχέση με τα θεμελιώδη. Τα αναμενόμενα τριμηνιαία και ετήσια όρια διακύμανσης διαμορφώνονται σε 1,0655 - 1,0850 και 1,0350 - 1,1215 αντίστοιχα.
USDJPY	Αρνητική	Η άποψή μας παραμένει αρνητική, σε ετήσιο ορίζοντα. Το αναμενόμενο ετήσιο εύρος αυξάνεται σε 145-165 (από 142-158) με άνοδο του ετήσιου στόχου στα 145 (από 143).
EURGBP	Θετική	Παραμένουμε θετικοί σε ετήσια βάση, αναγνωρίζοντας ότι βραχυπρόθεσμα το ευρώ μπορεί να δεχθεί πιέσεις. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται σε 0,8300 - 0,8880 με στόχο το 0,8600 (από 0,8800).
Εμπορεύματα		
Χρυσός	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας. Παρά το γεγονός ότι αναγνωρίζουμε τον αντισταθμιστικό ρόλο του απέναντι στον γεωπολιτικό κίνδυνο, η πρόσφατη ανοδική του κίνηση και η διατήρηση των υψηλών αποδόσεων στα κρατικά ομόλογα τον καθιστούν ευάλωτο σε διορθωτική κίνηση.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς αν και βραχυχρόνια οι προοπτικές της πετρελαϊκής αγοράς αντικατοπτρίζουν μια θετική δυναμική στην τιμή του (ενίσχυση εποχικής κατανάλωσης, γεωπολιτική αβεβαιότητα, παραγωγικές περικοπές), μεσοπρόθεσμα οι κίνδυνοι φαίνεται να είναι περισσότερο πτωτικοί (αύξηση παραγωγής, αυστηρότερες πιστωτικές συνθήκες).

## Παράρτημα

## Ελενδυτική 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	1.4	2.9	3.8	267	3.3	2.6	2.9	
Q2	;	;	;	;	;	;	;	
Q3	;	;	;	;	;	;	;	
Q4	;	;	;	;	;	;	;	
Ιαν-24			3.7	256	3.1	2.5	2.9	
Φεβ-24			3.9	236	3.2	2.5	2.8	
Μαρ-24			3.8	310	3.5	2.7	2.8	
Απρ-24			3.9	165	3.4	2.7	2.8	
Μαί-24			4.0	272	3.3	2.6	2.6	
Ιουν-24			;	;	;	;	;	

\* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

\*\*PCE-food & energy

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ (συνέχεια)										
Χρονική Περίοδος	ISM		Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης		Εμπορικό Ισοζύγιο	Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		NAHB
	Μεταποίησης	Υπηρεσιών	Παν/μίου Μίσιγκαν	Conference Board	(SA-Δισ.φ)	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	
2020	52.4	54.3	81.5	101.0	-54.5	-7.2	-7.2	0.7	0.7	70.0
2021	60.6	62.4	77.6	112.7	-70.7	4.4	4.4	18.4	18.4	81.2
2022	53.5	56.1	59.0	104.5	-78.7	3.4	3.4	8.9	8.9	59.0
2023	47.1	52.8	65.4	105.4	-65.4	0.2	0.2	3.4	3.4	44.3
2022 Q1	57.7	58.5	63.1	108.1	-91.5	3.7	4.5	3.0	12.1	81.0
Q2	55.0	56.9	57.9	103.4	-83.6	4.1	3.6	3.1	8.8	71.0
Q3	52.1	56.0	56.1	102.2	-70.3	2.1	3.5	0.0	9.3	50.0
Q4	49.0	53.0	58.8	104.2	-69.5	-2.5	1.9	0.1	6.1	34.0
2023 Q1	47.2	53.6	64.6	104.5	-66.9	-0.3	0.7	1.8	5.2	40.3
Q2	46.7	52.3	62.4	105.4	-67.9	0.8	0.2	-0.1	1.7	50.0
Q3	47.6	53.4	69.7	109.0	-62.2	1.6	0.0	1.4	3.2	50.0
Q4	46.9	51.6	64.9	102.7	-64.7	-2.0	-0.1	0.8	3.7	37.0
2024 Q1	49.1	52.5	78.4	106.3	-68.2	-1.7	-0.3	-0.2	3.2	47.7
Q2	;	;	71.5	99.7	;	;	;	;	;	46.3
Q3	;	;	;	;	;	;	;	;	;	;
Q4	;	;	;	;	;	;	;	;	;	;
Ιαν-24	49.1	53.4	79.0	110.9	-66.9	-0.8	-0.5	-1.1	1.6	44.0
Φεβ-24	47.8	52.6	76.9	104.8	-69.0	0.8	0.0	0.7	6.3	48.0
Μαρ-24	50.3	51.4	79.4	103.1	-68.6	-0.1	-0.3	0.5	2.2	51.0
Απρ-24	49.2	49.4	77.2	97.5	-74.6	0.0	-0.3	-0.2	3.8	51.0
Μαί-24	48.7	53.8	69.1	101.3	;	0.9	0.5	0.1	2.9	45.0
Ιουν-24	;	;	68.2	100.4	;	;	;	;	;	43.0

## 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	0.5	0.5	5.5	5.0	49.8	96.3	-17.4
2022 Q1	0.4	-0.2	6.1	2.7	54.2	111.3	-13.6
Q2	2.2	14.7	8.0	3.7	54.2	104.2	-22.7
Q3	2.0	4.8	9.3	4.4	49.0	97.7	-27.0
Q4	0.6	5.3	10.0	5.1	48.1	95.4	-24.4
2023 Q1	0.6	5.5	8.0	5.5	52.0	99.2	-19.6
Q2	0.8	4.1	6.2	5.5	52.3	97.1	-17.0
Q3	0.5	2.5	4.9	5.1	47.5	94.2	-16.3
Q4	0.0	1.9	2.7	3.7	47.2	94.8	-16.6
2024 Q1	0.1	1.3	2.6	3.1	49.1	96.0	-15.5
Q2	0.1	0.6	:	:	51.6	95.9	-14.3
Q3	0.0	0.2	:	:	:	:	:
Q4	-0.1	0.2	:	:	:	:	:
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
Απρ-24			2.4	2.7	51.7	95.6	-14.7
Μαΐ-24			2.6	2.9	52.2	96.1	-14.3
Ιουν-24			:	:	50.8	95.9	-14.0

\*Οι τιμές στις διάφορες περιόδους προκύπτουν ως μηνιαία αθροίσματα.

Δεν αποτελούν, δηλαδή, μέσους όρους αυτών των περιόδων.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης (συνέχεια)								
Χρονική Περίοδος	Ανεργία	Εμπορικό Ισοζύγιο		Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		Προσφορά Χρήματος M3
	%	SA-δισ.€	NSA-δισ.€	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή
2020	7.9	219.9	225.7	-7.7	-7.7	-1.2	-1.2	9.0
2021	7.7	99.3	106.3	8.8	8.8	5.3	5.3	9.0
2022	6.8	-345.5	-335.0	2.1	2.1	0.9	0.9	5.8
2023	;	59.8	66.5	-2.3	-2.3	-2.0	-2.0	0.5
2022 Q1	6.9	-56.4	-61.8	0.7	1.5	-0.3	6.3	6.6
Q2	6.8	-98.7	-93.6	0.2	2.0	-0.8	1.4	6.2
Q3	6.8	-127.0	-128.0	1.6	3.4	-0.5	-0.5	5.9
Q4	6.7	-63.3	-51.6	-1.4	1.9	-1.1	-2.8	4.4
2023 Q1	6.6	-8.6	-9.4	0.4	0.8	-0.6	-2.9	2.5
Q2	6.5	3.0	6.4	-1.8	-0.9	-0.1	-2.2	0.9
Q3	6.6	26.3	22.9	-2.0	-4.8	-0.3	-2.3	-1.0
Q4	6.5	39.1	46.6	-0.2	-4.0	0.2	-0.7	-0.6
2024 Q1	6.5	60.6	57.8	-0.9	-4.7	0.0	-0.1	0.5
Q2	:	:	:	:	:	:	:	:
Q3	:	:	:	:	:	:	:	:
Q4	:	:	:	:	:	:	:	:
Ιαν-24	6.5	26.4	11.1	-2.2	-6.5	0.1	-0.7	0.1
Φεβ-24	6.5	17.0	23.0	0.1	-6.4	-0.2	-0.3	0.4
Μαρ-24	6.5	17.2	23.7	0.5	-1.2	0.7	0.7	0.9
Απρ-24	6.4	19.4	15.0	-0.1	-3.0	-0.5	0.0	1.3
Μαΐ-24	:	:	:	:	:	:	:	1.6
Ιουν-24	:	:	:	:	:	:	:	:

## Στοιχεία Επικοινωνίας

### Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

### Οικονομική Ανάλυση

<b>Παπακώστας Χρυσοβαλάντης</b>	Papakostasc@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4491
<b>Ρόσικα Δημητρία</b>	RotsikaD@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4494
<b>Στεφάνου Αικατερίνη</b>	StefanouA@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4522

### Επενδυτική Στρατηγική

<b>Αναστασοπούλου Ελένη</b>	AnastasopoulouEle@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4502
<b>Γαβαλάς Στέφανος</b>	Gavalass@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4503
<b>Γαρέφος Λουκάς</b>	GarefosL@piraeusbank.gr Τηλ. 210 3739 182
<b>Διακουμάκου Ευαγγελία</b>	DiakoumakouE@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4528
<b>Σακαρέλης Νίκος</b>	SakarelisN@piraeusbank.gr Τηλ. 210 2739 173

## Γνωστοποίηση

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφ' εξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από τον συντάκτη του. Το παρόν κείμενο ή μέρος του δεν μπορεί να αναπαραχθεί με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή έγκριση από τον συντάκτη του.

Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπ' όψιν τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προσφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.

Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες, αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπ' όψιν τα ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές.

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν 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 έγγραφη ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.
- β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
- γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
- δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
- ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει 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 στομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.

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



Η «Επενδυτική Στρατηγική - 3ο Τρίμηνο 2024» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>



ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ