



Navigator 2023

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ και ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Οδεύοντας προς λιγότερο νεφελώδη επενδυτικό ορίζοντα το 2023

- Υφεσιακό περιβάλλον και αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων αναμένεται το νέο έτος
- Προς ηπιότερη στάση οι Κεντρικές Τράπεζες παρότι η νομισματική πολιτική παραμένει περιοριστική
- Ελκυστικότερα τα ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας
- Προτίμηση σε επιλογές χαμηλής μεταβλητότητας και σε αμυντικούς κλάδους
- Το ευμετάβλητο κλίμα ευνοεί το δολάριο Η.Π.Α., ωστόσο η προοπτική περιορισμού του επιτοκιακού του πλεονεκτήματος έναντι του ευρώ, υποστηρίζει την ισοτιμία ευρώ/δολάριο μεσοπρόθεσμα

Για να παρακολουθήσετε τη σύνοψη της τριμηνιαίας έκθεσης σε βίντεο πιάστε



Για να διαβάσετε την τριμηνιαία αναφορά σε μορφή infographic πιάστε



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Πιο καθαρός αναμένεται ο επενδυτικός ορίζοντας καθώς θα πορευόμαστε στο 2023

03

Παγκόσμια οικονομία: Ισχυρή επιβράδυνση για την παγκόσμια οικονομία, αυξημένη η πιθανότητα ύφεσης

04

Κρατικά ομόλογα: Το 2023 αναμένεται να παρουσιάσουν καλή συμπεριφορά

06

Εταιρικά ομόλογα: Προσπάθεια ανάκαμψης μετά την ισχυρή υποχώρηση των προηγούμενων μηνών

08

Μετοχικές αγορές: Συχνές οι διακυμάνσεις με κάμψη της οικονομίας, ωστόσο πρόσφατες εξελίξεις είναι υποστηρικτικές

09

Κλάδοι: Κύρια επιλογή οι αμυντικοί κλάδοι

11

Μετοχές αναδυόμενων αγορών: Επιφυλακτικότητα λόγω αδύναμης οικονομίας και γεωπολιτικών

12

Ελληνική οικονομία: Η ανάκαμψη του 2022 προσφέρει συγκρατημένη αισιοδοξία για τις αυξημένες προκλήσεις του νέου έτους

13

Εναλλακτικές επενδύσεις: Αυξημένη μεταβλητότητα στις τιμές ενέργειας, ανάκαμψη για το ευρώ και τον χρυσό

15

Θεματικές επιλογές: Προσπαθώντας να περιορίσουμε τη μεταβλητότητα το 2023 χωρίς να απωλέσουμε ανοδική προοπτική

16

Προοπτική Διεθνών Αγορών και Μακροοικονομικών Μεγεθών

17

Κατανομή Επενδύσεων: Προτίμηση σε αμυντικές επενδυτικές επιλογές. Ελκυστικό το εισόδημα από ομόλογα

18

Οδύοντας προς λιγότερο νεφελώδη επενδυτικό ορίζοντα το 2023

**Πιο καθαρός αναμένεται
ο επενδυτικός ορίζοντας
καθώς θα πορευόμαστε
στο 2023**

**Προς ηπιότερη στάση οι
Κεντρικές Τράπεζες
παρότι η νομισματική
πολιτική αναμένεται να
παραμείνει περιοριστική**

**Καθοριστικό το α΄
εξάμηνο του νέου έτους,
στη σκιά της ύφεσης**

**Προτίμηση σε
αμυντικές επενδυτικές
επιλογές. Ελκυστικά τα
ομόλογα υψηλής
φερεγγυότητας**

Αφήνοντας πίσω μας ένα ασυνήθιστα δύσκολο και απαιτητικό έτος, βασικό ερώτημα που απασχολεί την επενδυτική κοινότητα αποτελεί αν το 2023 το περιβάλλον θα είναι λιγότερο ασταθές και αβέβαιο. Παρότι η διεθνής συγκυρία παραμένει εξαιρετικά δύσκολη κυρίως λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων και των επιπτώσεών τους, ο ορίζοντας αναμένεται να γίνεται πιο καθαρός και το επενδυτικό τοπίο πιο ευδιάκριτο, καθώς θα διανύουμε το 2023, επιτρέποντάς μας να κοιτάμε μπροστά με συγκρατημένη αισιοδοξία.

Το έτος που ολοκληρώνεται μεταξύ άλλων χαρακτηρίστηκε από τη διάψευση για πολλοστή φορά των προσδοκιών συμμετεχόντων στις διεθνείς αγορές περί αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και υιοθέτησης ηπιότερης στάσης από τις Κεντρικές Τράπεζες. Ο επίμονα υψηλός πληθωρισμός σε συνδυασμό με τη σχετική ανθεκτικότητα που επέδειξαν σημαντικές οικονομίες, με προεξέχουσα εκείνη των Η.Π.Α., επέβαλαν στις Κεντρικές Τράπεζες τη συνέχιση της επιθετικής αυστηροποίησης της πολιτικής τους. Η περιοριστική νομισματική πολιτική θα συνεχισθεί, ωστόσο το μεγαλύτερο μέρος των αυξήσεων των επιτοκίων έχει πραγματοποιηθεί και αναμένεται να επιβραδυνθεί ο ρυθμός. Βασικά ερωτήματα που παραμένουν αναπάντητα αποτελούν το ύψος στο οποίο θα ανέλθουν τα επιτόκια και η χρονική διάρκεια που θα παραμείνουν σε αυτά τα επίπεδα, πριν μειωθούν. Πιθανή υποεκτίμηση από συμμετέχοντες στις αγορές του χρονικού διαστήματος που θα κριθεί αναγκαίο να διατηρηθεί η περιοριστική πολιτική και πρόωρη προεξόφληση της χαλάρωσής της αποτελεί πρόκληση και μπορεί να αποτελέσει αιτία νευρικότητας και αύξησης της μεταβλητότητας.

Παρότι οι Κεντρικές Τράπεζες έχουν να διανύσουν ακόμη πολύ δρόμο για την αποκατάσταση της σταθερότητας των τιμών, ορισμένα στοιχεία καταδεικνύουν επιβράδυνση των πληθωριστικών πιέσεων το 2023. Δεδομένης της χρονικής υστέρησης με την οποία αποτυπώνεται η νομισματική πολιτική στην οικονομία, συνδυαστικά με την υποχώρηση της ανάπτυξης των κυριότερων οικονομιών πολύ χαμηλότερα από τη μακροπρόθεσμη τάση της, αναμένεται σαφής επιβράδυνση του πληθωρισμού κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους, με το ενδιαφέρον να μετατοπίζεται από τον επίμονα υψηλό πληθωρισμό, στο βάθος και στη διάρκεια της διαφαινόμενης ύφεσης αλλά και στην ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας. Η παγκόσμια οικονομία αναμένεται να παρουσιάσει περαιτέρω επιδείνωση έως το α΄ εξάμηνο του 2023 και κύριες οικονομίες θα εισέλθουν σε ύφεση. Οι βασικότεροι καθοδικοί κίνδυνοι συνδέονται με τις γεωπολιτικές εντάσεις και τις επιπτώσεις του πολέμου στην Ουκρανία.

Εκτιμούμε ότι εντός του 2023 θα διαφανεί σταθερή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και ομαλοποίηση του οικονομικού περιβάλλοντος, διατηρούμε ωστόσο αμυντική επενδυτική προσέγγιση έως ότου είναι πιο σαφής η εικόνα για το βάθος και τη διάρκεια της διαφαινόμενης ύφεσης και τις προθέσεις των Κεντρικών Τραπεζών. Αναμένουμε ότι το α΄ εξάμηνο του έτους θα υπάρξουν περίοδοι υψηλής μεταβλητότητας. Η πρόσφατη άνοδος της μετοχικής κατηγορίας δικαιολογεί επιφυλακτική στάση βραχυπρόθεσμα σε συνδυασμό με την εκτίμηση ότι το μέγεθος της οικονομικής επιβράδυνσης και οι επιπτώσεις της στα εταιρικά μεγέθη δεν έχουν πλήρως αποτυπωθεί στις τιμές των μετοχών. Προτιμούμε τις τοποθετήσεις σε μετοχές χαμηλής μεταβλητότητας και σε αμυντικούς κλάδους ενώ παράλληλα διατηρούμε ρευστότητα για τοποθετήσεις όταν διαφανεί η κορύφωση του οικονομικού κύκλου και διαμορφωθούν οι συνθήκες για μια βιώσιμη ανάκαμψη των αγορών. Δεδομένου ότι ο ανοδικός επιτοκιακός κύκλος σε σημαντικό βαθμό έχει αποτυπωθεί στις τιμές, κρίνουμε κατάλληλες τις τοποθετήσεις σε ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας τα οποία ευνοούνται σε περιόδους οικονομικής επιβράδυνσης και μπορούν να προσφέρουν ανθεκτικότητα στα χαρτοφυλάκια.

Ισχυρή επιβράδυνση για την παγκόσμια οικονομία, αυξημένη η πιθανότητα ύφεσης

Παγκόσμια Οικονομία

Το μεγαλύτερο πρόβλημα για την παγκόσμια οικονομία παραμένει ο πολύ υψηλός πληθωρισμός. Επίσης, οι γεωπολιτικές εντάσεις συντηρούν τις ανησυχίες σχετικά με την επάρκεια τροφίμων, καθώς και τις υψηλές τιμές ενέργειας. Το 2023, αναμένεται οι Κεντρικές Τράπεζες να συνεχίσουν την απόσυρση στήριξης, ωστόσο με ηπιότερο ρυθμό συγκριτικά με το 2022. Επίσης, οι κυβερνήσεις εκτιμάται ότι θα υιοθετήσουν στοχευμένα μέτρα δημοσιονομικής στήριξης, προκειμένου να μετριασθούν οι αρνητικές επιπτώσεις του πληθωρισμού και της ενεργειακής κρίσης. Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ), εκτιμά ότι ο ρυθμός ετήσιας αύξησης του παγκόσμιου ΑΕΠ θα μειωθεί το 2023 στο ιδιαίτερα χαμηλό επίπεδο του 2,2% (μέσος όρος 50 ετών: 3,4%) από 3,1% το τρέχον έτος. Προέβλεψε επίσης, ότι ο πληθωρισμός για τις χώρες του ΟΟΣΑ θα υποχωρήσει το 2023 στο 6,6% από 9,4% το 2022.

ΗΠΑ

Τα οικονομικά στοιχεία που ανακοινώθηκαν προσφάτως καταδεικνύουν επιβράδυνση της αμερικανικής οικονομίας, ωστόσο τα στοιχεία απασχόλησης παραμένουν ισχυρά. Αναλυτικά, ο δείκτης μεταποίησης ISM υποχώρησε τον Νοέμβριο σε επίπεδο (49, Οκτώβριος: 50,2) που καταδεικνύει συρρίκνωση του τομέα για πρώτη φορά από την περίοδο της πανδημίας (α' εξάμηνο 2020). Ο πρόδρομος δείκτης οικονομικής δραστηριότητας κατέγραψε τον Οκτώβριο τη μεγαλύτερη ετήσια υποχώρηση (-2,7%, Σεπτέμβριος: -1,5%) από τον Σεπτέμβριο του 2020, καταδεικνύοντας επιδείνωση της οικονομίας. Οι νέες θέσεις εργασίας παρέμειναν τον Νοέμβριο σε επίπεδο (263.000, Οκτώβριος: 284.000) που υποδηλώνει διατήρηση της ισχυρής απασχόλησης. Τα στοιχεία που ανακοινώθηκαν συνέβαλλαν στην εκτίμηση ότι έχει κορυφώσει ο πληθωρισμός και ότι η Fed θα επιβραδύνει τον ρυθμό αύξησης του επιτοκίου αναφοράς. Ο πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε τον Νοέμβριο (7,1%, εκτίμηση: 7,3%, Οκτώβριος: 7,7%) για πέμπτο συνεχόμενο μήνα. Αξίζει να σημειωθεί ότι η ετήσια

αύξηση των ενοικίων τον Νοέμβριο ήταν η μεγαλύτερη (7,9%) από το 1982. Για το 2023, εκτιμάται ότι ο πληθωρισμός θα είναι ηπιότερος, καθώς θα έχουν μετριασθεί περαιτέρω τα προβλήματα στην εφοδιαστική αλυσίδα, η ετήσια αύξηση των τιμών ενέργειας θα είναι μικρότερη και η αύξηση των επιτοκίων σταδιακά θα οδηγήσει σε αποκλιμάκωση των ενοικίων. Ωστόσο, ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει υψηλότερα του στόχου. Η οικονομία ενδεχομένως παρουσιάσει το 2023 ορισμένα τρίμηνα συρρίκνωσης, ωστόσο συνολικά για το έτος ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ αναμένεται θετικός (εκτίμηση ΟΟΣΑ: 0,5%).

Ευρωζώνη

Το ΑΕΠ παρουσίασε το γ' τρίμηνο τη μικρότερη τριμηνιαία αύξηση (0,2%, β' τρίμηνο: 0,8%) από αρχές του 2021. Το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα παρουσιάσει το δ' τρίμηνο και το α' τρίμηνο του 2023 αρνητική μεταβολή, καταδεικνύοντας ύφεση της οικονομίας. Συνολικά για το 2023 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ εκτιμάται κοντά στο μηδέν (εκτίμηση ΟΟΣΑ 0,5%) από 3,3% το τρέχον έτος. Ο πληθωρισμός υποχώρησε τον Νοέμβριο στο 10% από 10,6%, ενώ ο δομικός πληθωρισμός παρέμεινε σε ιστορικό υψηλό (5%). Ο πληθωρισμός εκτιμάται ότι θα διατηρηθεί σε πολύ υψηλά επίπεδα και το 2023, καθώς παρά το γεγονός ότι υφίστανται αποθέματα φυσικού αερίου για να καλυφθούν οι ανάγκες, σε περίπτωση δυσμενών καιρικών συνθηκών θα αυξηθεί η αβεβαιότητα για την επάρκεια του επόμενου έτους.

Κίνα

Περαιτέρω επιδείνωση των οικονομικών δεδομένων. Ο δείκτης μεταποίησης PMI υποχώρησε τον Νοέμβριο σε χαμηλό (48, Οκτώβριος: 49,2) επτά μηνών, παραμένοντας σε επίπεδο συρρίκνωσης του τομέα. Η χαλάρωση των μέτρων για την αντιμετώπιση της πανδημίας και τα μέτρα στήριξης της αγοράς ακινήτων, εκτιμάται ότι θα οδηγήσουν σε ανάκαμψη της οικονομίας. Ο ρυθμός ανάπτυξης το 2023 εκτιμάται (ΟΟΣΑ) ήπιος στο 4,6% από 3,3% το τρέχον έτος. Σύμφωνα με αξιωματούχους, ο στόχος για την ανάπτυξη το επόμενο έτος θα είναι περί το 5%.

Ποιά είναι τα σενάρια για την παγκόσμια οικονομία για το 2023;

Το 2022 ήταν μια δύσκολη χρονιά για τις Κεντρικές Τράπεζες, καθώς για να αντιμετωπίσουν τον πολύ υψηλό πληθωρισμό χρειάστηκε να προβούν στη μεγαλύτερη απόσυρση στήριξης ιστορικά. Το τρέχον έτος, οι αγορές παρουσίασαν κάτι εξαιρετικά σπάνιο, να καταγράφουν τόσο οι μετοχές όσο και τα ομόλογα ταυτόχρονα ισχυρή πτώση. Αντίστοιχη συμπεριφορά έχει εμφανιστεί μόνο σε περιόδους στασιμοπληθωρισμού, δηλαδή πολύ υψηλού πληθωρισμού και σημαντικής επιβράδυνσης της οικονομίας. Για το 2023 μπορούμε να ξεχωρίσουμε τα ακόλουθα τρία σενάρια:

- I. **Ευνοϊκό:** Ο πληθωρισμός υποχωρεί σταδιακά και η παγκόσμια οικονομία εμφανίζει αντοχές και δεν εισέρχεται σε ύφεση. Σε αυτή την περίπτωση, οι Κεντρικές Τράπεζες θα σταματήσουν τις αυξήσεις επιτοκίων και η κερδοφορία των εταιρειών θα συνεχιστεί και το 2023. Οι μετοχές αναμένεται να παρουσιάσουν ισχυρή ανάκαμψη σε αυτό το σενάριο.
- II. **Βασικό:** Η παγκόσμια οικονομία εισέρχεται σε ύφεση και ο πληθωρισμός σταδιακά υποχωρεί. Σε αυτή την περίπτωση, οι Κεντρικές Τράπεζες θα χρειαστεί προς τα τέλη του 2023 να προβούν σε μείωση των επιτοκίων για να στηρίξουν την οικονομία. Οι τιμές των ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας αναμένεται να παρουσιάσουν την καλύτερη συμπεριφορά. Οι μετοχικές αγορές στην αρχή παρουσιάζουν υποχώρηση και ενδεχομένως προσεγγίσουν τα χαμηλά του 2022, ωστόσο στη συνέχεια εμφανίζουν ανάκαμψη.
- III. **Δυσμενές:** Ο πληθωρισμός παραμένει σε μη αποδεκτά υψηλά επίπεδα, ενδεχομένως λόγω της ενεργειακής κρίσης και η παγκόσμια οικονομία εισέρχεται σε ύφεση. Σε αυτό το σενάριο, τόσο οι μετοχές όσο και τα ομόλογα αναμένεται να εμφανίσουν αρνητικές αποδόσεις. Οι τιμές εμπορευμάτων ενδεχομένως παρουσιάσουν την καλύτερη συμπεριφορά μεταξύ των επενδυτικών κατηγοριών.

Σενάρια για την παγκόσμια οικονομία το 2023



Κρατικά ομόλογα: Το 2023 αναμένεται να παρουσιάσουν καλή συμπεριφορά

Οι τιμές των κρατικών ομολόγων παρουσιάζουν το τελευταίο χρονικό διάστημα προσπάθεια ανάκαμψης, καθώς έχει ενισχυθεί η πιθανότητα ότι οι αυξήσεις των επιτοκίων των Κεντρικών Τραπεζών θα πραγματοποιηθούν με λιγότερο επιθετικό ρυθμό τους επόμενους μήνες. Ο δείκτης κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ μετά την ανακοίνωση των στοιχείων για τον πληθωρισμό τον Νοέμβριο καταγράφει άνοδο (9/12 – 9/11: 3,7%), καθώς ο πληθωρισμός διαμορφώθηκε χαμηλότερα των εκτιμήσεων και εδραιώθηκε η εκτίμηση ότι έχει κορυφώσει.

Η Fed προέβη στη σύσκεψη του Νοεμβρίου σε αύξηση των επιτοκίων κατά 0,75% (εύρος 3,75%-4,00%) για τέταρτη συνεχόμενη σύσκεψη. Σύμφωνα με την προθεσμιακή αγορά το επιτόκιο αναφοράς θα προσεγγίσει το 5% στο τέλος του α' τριμήνου του 2023 και στο δ' τρίμηνο εκτιμάται ότι η Fed θα χρειασθεί να προβεί σε μείωση των επιτοκίων προκειμένου να στηρίξει την οικονομία. Στους προηγούμενους ανοδικούς κύκλους των επιτοκίων (στοιχεία από 1989), η Fed παρέμεινε στο τερματικό επιτόκιο κατά μέσο όρο εννέα μήνες με το μέσο επιτόκιο να είναι 5,9%. Συνεπώς, σε περίπτωση που η Fed προσεγγίσει το τερματικό επιτόκιο στο α' τρίμηνο, είναι δικαιολογημένη η εκτίμηση ότι στα τέλη του έτους θα προβεί σε μείωση των επιτοκίων. Ο Πρόεδρος της Fed ανέφερε (30/11) ότι στη σύσκεψη του Δεκεμβρίου η αύξηση των επιτοκίων ενδεχομένως θα πραγματοποιηθεί με ηπιότερο ρυθμό. Υπενθυμίζεται ότι η μείωση του ισολογισμού της Fed θα συνεχιστεί και το 2023 (μηνιαία μείωση, κρατικά ομόλογα: \$60 δισ., στεγαστικοί τίτλοι MBS: \$35 δισ.), προκειμένου να μετριασθούν οι πληθωριστικές προσδοκίες και να αντιμετωπισθεί ο κίνδυνος υπερτιμημένης αγοράς ακινήτων. Στην περίπτωση που υποχωρήσουν οι πληθωριστικές προσδοκίες το 2023 και η οικονομία εισέλθει σε ύφεση, η Fed αναμένεται να σταματήσει τη μείωση του ισολογισμού της.

Οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα ΗΠΑ έχουν ενισχυθεί προσφάτως, καθώς προσφέρουν

ικανοποιητικό επιτόκιο (η πραγματική απόδοση 10ετούς ομολόγου είναι θετική 9/12: 1,31%) και αναμένεται να παρουσιάσουν υπεραξία σε περίπτωση ύφεσης της οικονομίας και μείωσης του πληθωρισμού.

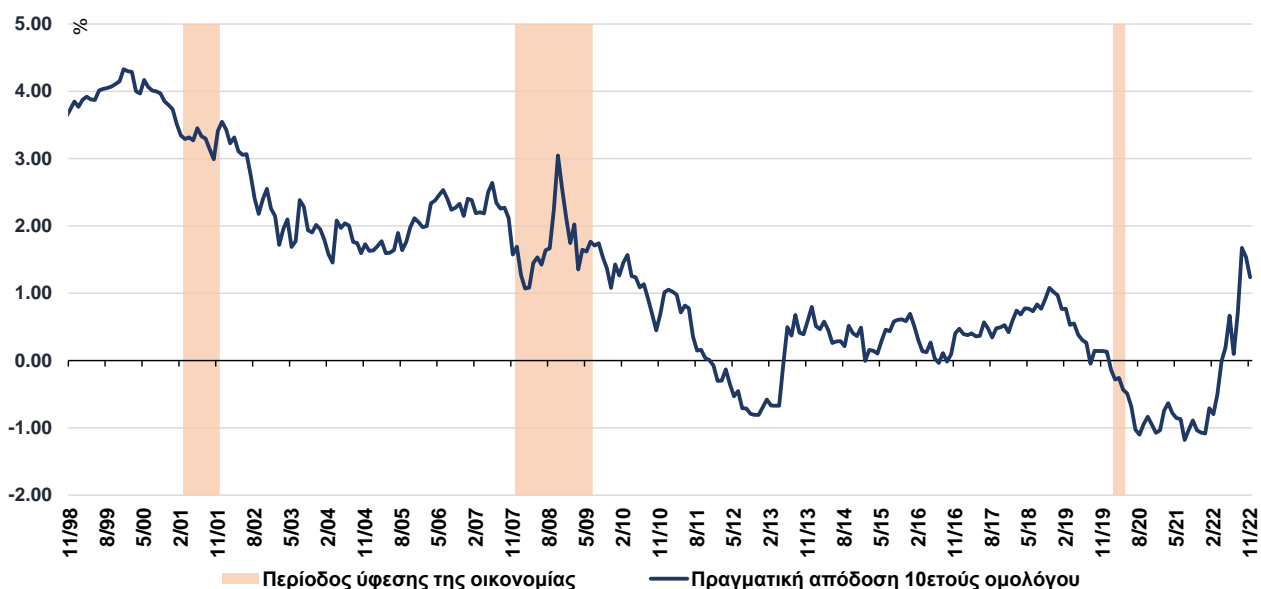
Η ΕΚΤ στη σύσκεψη του Οκτωβρίου αύξησε τα επιτόκια κατά 0,75% (επιτόκιο αποδοχής καταθέσεων: 1,50%, επιτόκιο αναφοράς: 2%) και σηματοδότησε ότι θα πραγματοποιηθούν ακόμα μερικές αυξήσεις των επιτοκίων προκειμένου να ελεγχθεί ο πολύ υψηλός πληθωρισμός. Η προθεσμιακή αγορά τιμολογεί ότι θα συνεχιστούν οι αυξήσεις των επιτοκίων μέσα στο 2023 με το τερματικό επιτόκιο αναφοράς να εκτιμάται περί το 3,25%. Μέσα στο 2023, αναμένεται σταδιακά να σταματήσει η επανεπένδυση των τίτλων που λήγουν. Το ύψος του τακτικού προγράμματος αγοράς τίτλων (APP) ανέρχεται στα €3,26 τρισ. και το ύψος του προγράμματος για την αντιμετώπιση των συνεπειών της πανδημίας (PEPP) ανέρχεται στα €1,68 τρισ., επομένως σε περίπτωση μείωσης του ύψους του προγράμματος APP, οι τιμές των ομολόγων αναμένεται να παρουσιάσουν πρόσθετες πιέσεις. Η Πρόεδρος της ΕΚΤ (C. Lagarde) ανέφερε ότι ο πληθωρισμός στην Ευρωζώνη δεν έχει ακόμα κορυφώσει, σηματοδοτώντας ότι η ΕΚΤ θα πρέπει να προχωρήσει σε περαιτέρω αυξήσεις των επιτοκίων.

Η διαφορά αποδόσεων στη λήξη 10-2 ετών κρατικών ομολόγων στη Γερμανία διαμορφώθηκε στις 6 Δεκεμβρίου σε χαμηλό (-0,26%) από το 1992, καταδεικνύοντας ύφεση της οικονομίας. Αξίζει να αναφέρουμε ότι παρά την αυξημένη μεταβλητότητα στις αγορές και την ενισχυμένη πιθανότητα ύφεσης κύριων οικονομιών της Ευρωζώνης, τα πιστωτικά περιθώρια των χωρών της περιφέρειας της Ευρωζώνης παρουσίασαν υποχώρηση. Συγκεκριμένα, η διαφορά αποδόσεων στη λήξη 10ετών ομολόγων Ιταλίας – Γερμανίας και Ελλάδας – Γερμανίας διαμορφώθηκε στις 7 Δεκεμβρίου σε χαμηλό επτά (182 μ.β.) και δέκα (192 μ.β.) μηνών αντίστοιχα.

Για ποιους λόγους αναμένεται να παρουσιάσουν καλή συμπεριφορά οι τιμές κρατικών ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας το 2023;

- Οι τιμές κρατικών ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας διαχρονικά παρουσιάζουν κεφαλαιακά κέρδη σε περιπτώσεις επιδείνωσης του επενδυτικού κλίματος και ύφεσης της οικονομίας. Επίσης, η εκτίμηση ότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ έχει κορυφώσει και ότι θα είναι χαμηλότερος το 2023, αναμένεται να ενισχύσει την ελκυστικότητα των ομολόγων.
- Πλέον το επιτοκιακό έσοδο που προσφέρουν τα κρατικά ομόλογα είναι ικανοποιητικό και διαμορφώνεται υψηλότερα των μεσοπρόθεσμων πληθωριστικών προσδοκιών. Αξίζει να σημειωθεί ότι η καμπύλη των επιτοκίων έχει τιμολογήσει τις αυξήσεις των επιτοκίων των Κεντρικών Τραπεζών, επομένως οι αυξήσεις που θα πραγματοποιηθούν τους επόμενους μήνες δεν αναμένεται να επηρεάσουν σημαντικά τις τιμές κρατικών ομολόγων.
- Οι αποτιμήσεις των κρατικών ομολόγων θεωρούνται δικαιολογημένες ενώ οι αποτιμήσεις των μετοχών ανεπτυγμένων αγορών θεωρούνται ελαφρώς υπερτιμημένες για την τρέχουσα οικονομική συγκυρία.
- Ιστορικά (στοιχεία από το 1973), ο δείκτης κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ δεν έχει παρουσιάσει ποτέ δύο διαδοχικά έτη με απώλειες. Το 2022 ο δείκτης κρατικών ομολόγων στις ΗΠΑ παρουσιάζει (9/12: -11,3%) τις ισχυρότερες απώλειες από καταγραφής των στοιχείων (1973).

Πραγματική απόδοση στη λήξη 10ετούς ομόλογου και περίοδοι ύφεσης οικονομίας ΗΠΑ, 1998 - 2022



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg. Πραγματική Απόδοση: Απόδοση στη λήξη – εκτίμηση πληθωρισμού

Εταιρικά Ομόλογα: Προσπάθεια ανάκαμψης μετά την ισχυρή υποχώρηση των προηγούμενων μηνών

Επενδυτικής διαβάθμισης (IG)

Οι τιμές εταιρικών ομολόγων παρουσιάζουν ανάκαμψη τις τελευταίες ημέρες, καθώς έχει ενισχυθεί η εκτίμηση ότι κορυφώνει ο πληθωρισμός και έχουν υποχωρήσει οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων. Ο δείκτης εταιρικών ομολόγων IG (Global Euro Hedged) κατέγραψε τον Νοέμβριο ενίσχυση κατά 4%, ωστόσο από την αρχή του έτους συνεχίζει να εμφανίζει ισχυρή πτώση (9/12: -15%). Διαχρονικά τα ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης δεν παρουσιάζουν σημαντική επιδείνωση σε περιπτώσεις επιβράδυνσης ή ήπιας ύφεσης της οικονομίας. Σημειώνεται ότι την τρέχουσα περίοδο οι ισολογισμοί των εταιρειών θεωρούνται ισχυροί και οι δείκτες μόχλευσης διαμορφώνονται σε επίπεδα χαμηλότερα του μέσου όρου δέκα ετών. Συνεπώς, οι εταιρείες θα μπορούσαν να ανταπεξέλθουν σε περίπτωση που η ύφεση της οικονομίας είναι περιορισμένης κλίμακας και προσωρινής διάρκειας. Οι τοποθετήσεις σε εταιρικά ομόλογα αναμένεται να αυξηθούν το 2023, σε περίπτωση που επιβεβαιωθεί η εκτίμηση για ήπια υποχώρηση του πληθωρισμού, καθώς προσφέρουν ικανοποιητικό επιτοκιακό έσοδο. Ενδεικτικά τα εταιρικά ομόλογα με μικρή ληκτότητα (1 έως 3 έτη) έχουν μέση απόδοση στη λήξη κοντά στο 5% (unhedged), με τον επιτοκιακό κίνδυνο να διαμορφώνεται σε πολύ χαμηλά επίπεδα.

Υψηλών αποδόσεων (HY)

Οι τιμές των εταιρικών ομολόγων HY καταγράφουν το δ' τρίμηνο ισχυρή άνοδο (9/12 – 9/30: δείκτης

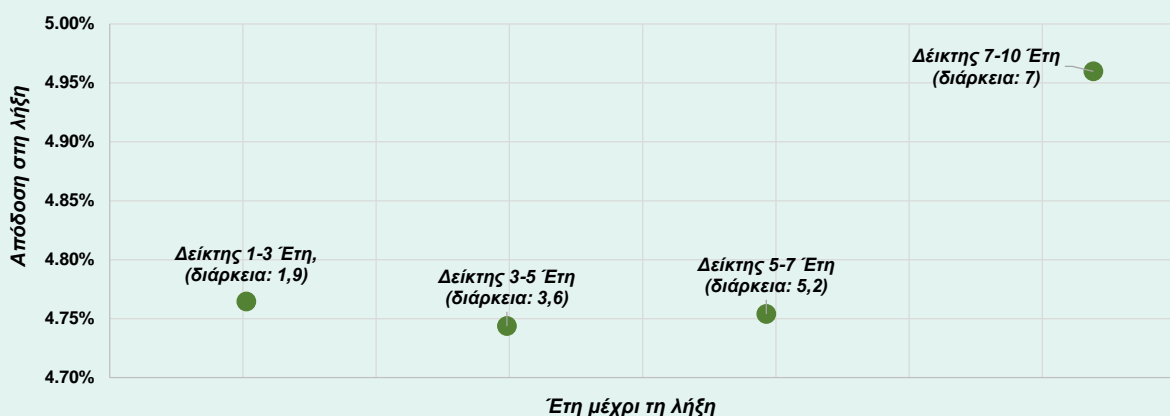
Euro Hedged 6,5%), κυρίως λόγω της γενικότερης βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος και της εκτίμησης ότι θα διατηρηθεί η κερδοφορία των εταιρειών.

Το 2023, αναμένεται να παραμείνει υψηλή η μεταβλητότητα στις αγορές και αρκετές ανεπτυγμένες οικονομίες να εμφανίσουν ήπιας μορφής ύφεση. Επίσης, σε αυτό το οικονομικό περιβάλλον αναμένεται να αυξηθεί το ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων. Στις ΗΠΑ, εκτιμάται (S&P) ότι το ποσοστό αθέτησης θα αυξηθεί το 2023 στο 3,75% από το τρέχον χαμηλό επίπεδο (1,6%). Τα πιστωτικά περιθώρια των ομολόγων HY διαμορφώνονται (9/12: 538 μ.β.) περί του μέσου όρου 20 ετών (520 μ.β.). Συνεπώς, τα πιστωτικά περιθώρια αναμένεται να διευρυνθούν σε περίπτωση που επιδεινωθούν τα οικονομικά δεδομένα.

Αναδυόμενων Αγορών (EM)

Τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών κατέγραψαν ισχυρή άνοδο τον Νοέμβριο (6,6%), καθώς η Κίνα ανακοίνωσε χαλάρωση των μέτρων αντιμετώπισης της πανδημίας και νομίσματα αναδυόμενων οικονομιών παρουσίασαν ισχυρή ανάκαμψη. Οι χώρες με υψηλές ανάγκες αναχρημοδότησης χρέους σε δολάρια, αναμένεται να αντιμετωπίσουν δυσκολίες το 2023, καθώς το κόστος θα είναι αυξημένο. Ιστορικά, σε περιόδους υψηλών επιτοκίων δολαρίου και επιβράδυνσης της παγκόσμιας οικονομίας τα ομόλογα αναδυόμενων οικονομιών συνήθως υποαποδίδουν.

Απόδοση στη λήξη παγκόσμιου δείκτη εταιρικών ομολόγων IG, ανά έτη μέχρι τη λήξη



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg, στοιχεία 9 Δεκεμβρίου 2022, δείκτες εταιρικών ομολόγων Global IG, αποδόσεις στη λήξη unhedged

Μετοχές: Συχνές οι διακυμάνσεις με κάμψη της οικονομίας, ωστόσο πρόσφατες εξελίξεις είναι υποστηρικτικές

Στο δ' τρίμηνο του 2022, οι κυριότερες **ανεπτυγμένες** αγορές έχουν ενισχυθεί, με στήριξη από ορισμένες εξελίξεις, ενώ διατηρούνται οι ανησυχίες για τις οικονομίες και για πιθανόν υψηλή μεταβλητότητα στις αγορές μεσοπρόθεσμα. Ο δείκτης S&P 500 στις **ΗΠΑ** διαμορφώνεται κατά 11% υψηλότερα (8/12: 3.963,5) συγκριτικά με το χαμηλότερο κλείσιμο του έτους (12/10: 3.577). Παρότι σε τριμηνιαία βάση είχαν καταγραφεί δυο τρίμηνα αρνητικών μεταβολών ΑΕΠ (α' και β'), συνολικά σε ετήσια βάση στο εννεάμηνο του 2022 το ΑΕΠ εμφάνισε ετήσια αύξηση σχεδόν αντίστοιχη (2,5%) του μέσου όρου 30 ετών και η απασχόληση είναι ισχυρή. Τα έσοδα των επιχειρήσεων συνέχισαν να ενισχύονται σε ετήσια βάση κατά περίπου 11% στο γ' τρίμηνο και τα κέρδη (περί το 4%). Ωστόσο, διατηρούνται οι ανησυχίες, καθώς η νομισματική πολιτική της Fed είναι αυστηρή στην προσπάθεια να αντιμετωπισθεί ο ακόμα υψηλός πληθωρισμός, γεγονός που σημαίνει ότι τουλάχιστον σε τριμηνιαία βάση πιθανόν εντός του 2023 να καταγραφούν αρνητικές μεταβολές ΑΕΠ, με τις γενικότερες συνθήκες να αναμένονται υφεσιακές. Τα κέρδη του S&P 500 αναμένονται οριακά χαμηλότερα σε ετήσια βάση στο δ' τρίμηνο (περί το -1%). Η εκτίμηση κερδών 12 μηνών έχει αναθεωρηθεί ήπια χαμηλότερα κατά περίπου -4% συγκριτικά με το ιστορικό υψηλό στα τέλη Ιουνίου, γεγονός που τροφοδοτεί επιφυλακτικότητα, καθώς περιορίζει την ελκυστικότητα των μετοχών σε περιβάλλον σχετικά υψηλών αποδόσεων στη λήξη ομολόγων. Η συνολική απόδοση του S&P 500 το 2022 διαμορφώνεται στο -15,5% (8/12), με τη συνολική απόδοση τριετίας να διατηρείται θετική, επιστρέφοντας (ετησιοποιημένη 12/19-12/22: 9,7%) στον μακροπρόθεσμο μέσο όρο (1928-2022: 9,4%) από υπερβολικά υψηλή στο τέλος του 2021 (ετησιοποιημένη 12/18-12/21: 26%). Καθώς τα εκτιμώμενα κέρδη έχουν αναθεωρηθεί ήπια χαμηλότερα, η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι σχετικώς υψηλή (17, μέσος όρος 30 ετών: 16,5).

Το περιβάλλον υψηλών διακυμάνσεων στη μετοχική αγορά μπορεί να συνεχισθεί στο μεγαλύτερο μέρος του επόμενου δωδεκαμήνου. Ο πρόδρομος οικονομικός δείκτης στις ΗΠΑ μειώθηκε σε μηνιαία

βάση τον Οκτώβριο (-0,8%) για 8^ο συνεχόμενο μήνα και σε ετήσια βάση (-2,7%) για 4^ο συνεχόμενο μήνα. Ο μέσος όρος 6 μηνών της ετήσιας μεταβολής του πρόδρομου οικονομικού δείκτη μετατράπηκε από θετικός σε αρνητικός (-0,2%) για έβδομη φορά τα τελευταία πενήντα έτη. Στις προηγούμενες έξι αντίστοιχες περιπτώσεις, ο δείκτης κρατικών ομολόγων ΗΠΑ είχε εμφανίσει ισχυρή ενίσχυση σε ορίζοντα ενός έτους (πέντε από έξι: θετικός), ενώ ο μετοχικός δείκτης είχε καταγράψει ευρύ φάσμα αποδόσεων σε ορίζοντα έτους (δυο περιπτώσεις με διψήφια ποσοστιαία αρνητική μεταβολή, δυο περιπτώσεις με διψήφια % θετική μεταβολή). Ο δείκτης Stoxx 600 **Ευρώπης** έχει ανακάμψει κατά περίπου 14% έναντι του χαμηλού από τον Νοέμβριο του 2020, το οποίο κατέγραψε στα τέλη Σεπτεμβρίου (29/9/22) και ο δείκτης Stoxx 50 **Ευρωζώνης** διαμορφώνεται κατά 19,6% υψηλότερα (29/9-8/12), με το επενδυτικό κλίμα να έχει στηριχθεί από τις ηπιότερες αποδόσεις στη λήξη ομολόγων. Η απόδοση στη λήξη 10ετούς Γερμανίας κυμαίνεται στο 1,8% από 2,2% στα τέλη Σεπτεμβρίου και 2,4% στα μέσα Οκτωβρίου (21/10). Για τους δείκτες Ευρώπης και Ευρωζώνης η αναθεώρηση εκτιμώμενων κερδών 12 μηνών είναι ήπια (περί το -2%) και η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι χαμηλότερη των μακροπρόθεσμων μέσων όρων. Παράγοντες κινδύνου η αναμενόμενη ύφεση και τα γεωπολιτικά.

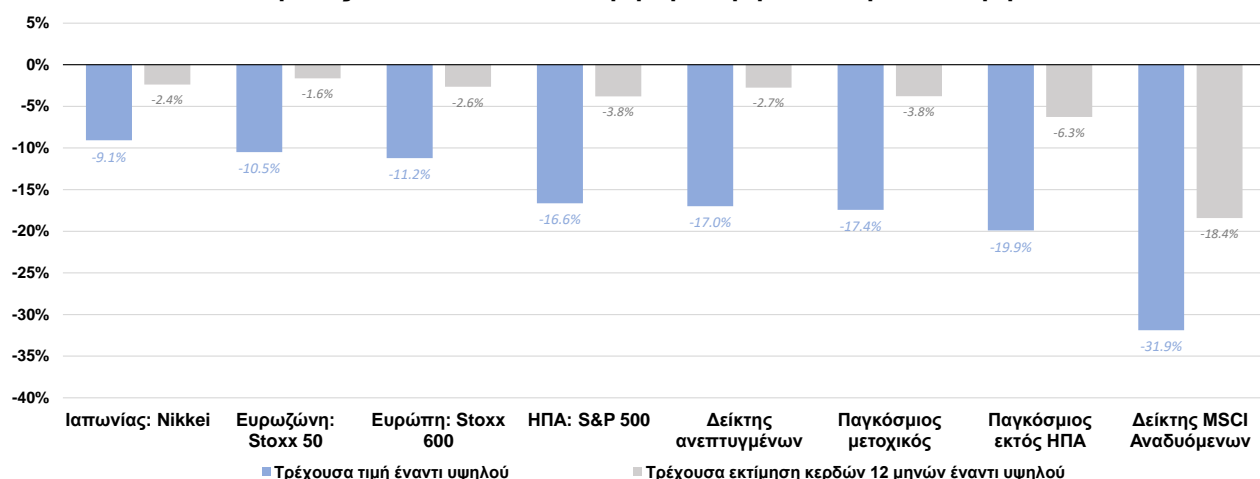
Λοιπές ανεπτυγμένες αγορές: Ο δείκτης Nikkei στην **Ιαπωνία** έχει περιορισμένη υποχώρηση το 2022 (8/12: -2,2% σε γιεν, -11,5% σε ευρώ), με ευνοϊκό αντίκτυπο από τις χαμηλές αποδόσεις στη λήξη ομολόγων. Η αναθεώρηση εκτιμώμενων κερδών 12 μηνών είναι ήπια (περί το -2%) και η τιμή/αναμενόμενα κέρδη δώδεκα μηνών είναι σχετικώς ελκυστική (15 φορές, μέσος όρος δεκαπέντε ετών: 16,9). Παράγοντας κινδύνου για την ιαπωνική οικονομία και το επίπεδο του Nikkei, το ευμετάβλητο γιεν. Στο **Ηνωμένο Βασίλειο**, παρότι τα εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών του FTSE 100 έχουν αναθεωρηθεί χαμηλότερα (-9% συγκριτικά με την υψηλότερη εκτίμηση στα τέλη Σεπτεμβρίου), η τιμή/αναμενόμενα κέρδη είναι ήπια (10 φορές έναντι 12,2 του μέσου όρου 15 ετών).

Ποιες οι πιθανές προϋποθέσεις για βελτιωμένο επενδυτικό κλίμα και ποιοι οι κυριότεροι κίνδυνοι για επιδείνωση;

Η διόρθωση της τιμής του πετρελαίου, της οποίας η ετήσια μεταβολή διαμορφώνεται στο -1% (8/12), μπορεί να συμβάλει σε τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού μεσοπρόθεσμα. Αν αποκλιμακωθεί σημαντικά ο πληθωρισμός μεσοπρόθεσμα, χωρίς υπερβολική αύξηση του ποσοστού ανεργίας από χαμηλό επίπεδο, είναι πιθανόν η κατανάλωση και η οικονομία να εμφανίζουν ανθεκτικότητα και οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων να είναι σχετικώς ήπιες, τροφοδοτώντας βελτίωση του επενδυτικού κλίματος σε κύριες μετοχικές αγορές. Στην περίπτωση ηπιότερων αποδόσεων στη λήξη ομολόγων ΗΠΑ, είναι εφικτό να συνεχισθεί η πρόσφατη τάση διόρθωσης του δολαρίου, το οποίο μέχρι τον Σεπτέμβριο ήταν ιδιαίτερος ισχυρό. Ο συντελεστής συσχέτισης μηνιαίων αποδόσεων (3 ετών: -0,64) παγκόσμιου μετοχικού δείκτη με τον δείκτη δολαρίου, καταδεικνύει ότι το ισχυρό δολάριο ήταν πιθανόν μια από τις αρνητικές παραμέτρους (αντανακλώντας και τα γεωπολιτικά) για την πορεία μετοχών το 2022, ενώ διόρθωση του δείκτη δολαρίου θα μπορούσε να συμβαδίζει με βελτιωμένο επενδυτικό κλίμα μεσοπρόθεσμα. Η υποχώρηση κύριων δεικτών που έχει ήδη συντελεστεί αποτυπώνει την ανησυχία για την εξέλιξη της οικονομίας και των εταιρικών μεγεθών μελλοντικά, ωστόσο η πτώση κύριων δεικτών θα μπορούσε να αποδειχθεί υπερβολική, αν συνεχίσουν ορισμένα ονομαστικά κυρίως μεγέθη δραστηριότητας να εμφανίζουν την τρέχουσα ανθεκτικότητα.

Αντίθετα, στους κινδύνους για επιβάρυνση του επενδυτικού κλίματος, περιλαμβάνονται οι γεωπολιτικές εξελίξεις, ιδιαίτερα αν επιφέρουν νέα αύξηση τιμών πετρελαίου. Επιπλέον, η συνεχιζόμενη αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής θα μπορούσε να συντηρήσει υψηλή μεταβλητότητα και υψηλό επίπεδο αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων. Η υψηλή μεταβλητότητα σε αγορές ομολόγων και μετοχών μπορεί να επιφέρει εκτεταμένη επιδείνωση χρηματοπιστωτικών συνθηκών με αντίκτυπο στην οικονομική πολιτική κρατών και επιχειρήσεων και να έχει ως πιθανές παρενέργειες την απότομη και μεγαλύτερη της αναμενομένης αύξηση του ποσοστού ανεργίας, πλήγμα στην κατανάλωση, ύφεση και κάμψη εταιρικών εσόδων και κερδών. Στην περίπτωση αυτή, οι εκτιμήσεις κερδών πιθανόν θα αναθεωρηθούν σημαντικά χαμηλότερα, ανατροφοδοτώντας τουλάχιστον κατά το α' εξάμηνο του 2023, υψηλή μεταβλητότητα.

Μεταβολές δεικτών και αναθεώρηση εκτιμήσεων κερδών 12 μηνών



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Προτιμήσεις κλάδων: Κύρια επιλογή οι αμυντικοί κλάδοι

Το τρέχον έτος οι **αμυντικοί** κλάδοι των **εταιρειών υγείας, βασικών καταναλωτικών αγαθών** και **κοινής ωφέλειας** κατέγραψαν ήπια υποχώρηση σε όρους δολαρίου, ενώ σε όρους ευρώ εμφάνισαν ήπια θετική συνολική απόδοση. Οι προαναφερθέντες τρεις κλαδικοί δείκτες ακολούθησαν σε αποδόσεις τον παγκόσμιο ενέργειας, ο οποίος επωφελήθηκε από την αυξημένη τιμή πετρελαίου μέχρι τον Αύγουστο και από την ενίσχυση εκτιμήσεων κερδών μέχρι τον Σεπτέμβριο. Ωστόσο, από τον Οκτώβριο ελαφρώς χαμηλότερα έχει αναθεωρηθεί η εκτίμηση κερδών 12 μηνών για τον κλάδο ενέργειας (περί το -6% συγκριτικά με το υψηλό εκτίμησης του Σεπτεμβρίου). Παρά τις πρώτες ενδείξεις κάμψης εκτιμώμενων κερδών, ο κλάδος ενέργειας διατηρεί χαμηλή τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών (7 φορές), ωστόσο είναι ευάλωτος σε περίπτωση που συνεχισθεί η διόρθωση της τιμής πετρελαίου, καθώς έχει τον υψηλότερο συντελεστή συσχέτισης (0,64) εβδομαδιαίων αποδόσεων με τις μεταβολές του πετρελαίου. Τα εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών του παγκόσμιου κλάδου **βασικών καταναλωτικών αγαθών** διαμορφώνονται σε ιστορικό υψηλό. Παρότι η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι σχετικά υψηλή (19,5, μέσος όρος 10 ετών: 18,9), επωφελείται από τα αμυντικά χαρακτηριστικά, κατάλληλα για υφεσιακές συνθήκες και από την αρνητική συσχέτισή του με τον δείκτη DXY δολαρίου και το πετρέλαιο, καθώς και από τη θετική συσχέτιση με τον δείκτη κρατικών ομολόγων, ο οποίος προσφάτως έχει ενισχυθεί. Πλησίον (-2%) του υψηλού 12 ετών, που εμφάνισε τον Νοέμβριο διαμορφώνεται η εκτίμηση

κερδών του δείκτη εταιρειών κοινής ωφέλειας και η αντίστοιχη του κλάδου υγείας περί το -4% συγκριτικά με το ιστορικό υψηλό εκτίμησης τον Φεβρουάριο. Παρότι, η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι ήπια υψηλότερη του μέσου όρου 10 ετών για τους κλάδους εταιρειών κοινής ωφέλειας και υγείας, υποστηρικτική για τους δυο κλάδους είναι η διόρθωση δολαρίου και η ενίσχυση δείκτη κρατικών ομολόγων (μείωση αποδόσεων στη λήξη ΗΠΑ), καθώς θετικοί είναι οι αντίστοιχοι συντελεστές συσχέτισης μεταβολών των προαναφερθέντων κλάδων με τις μεταβολές τιμών του δείκτη κρατικών ομολόγων. Ηπιότερη η μεταβλητότητα του δείκτη υγείας έναντι του παγκόσμιου. Σε υψηλό 14 ετών η εκτίμηση κερδών 12 μηνών του **χρηματοοικονομικού κλαδικού δείκτη** και η τιμή/εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών είναι ελκυστικότερη (10) του μέσου όρου 10 ετών (11,6). Αρνητική η συσχέτιση του χρηματοοικονομικού κλάδου με το δολάριο που έχει διορθώσει και θετική του τεχνολογικού με τον δείκτη τιμών κρατικών ομολόγων (που έχει προσφάτως ανακάμψει), ενώ οι δυο προαναφερθέντες κλάδοι λόγω των σχετικώς επιθετικών τους χαρακτηριστικών θα μπορούσαν να είναι ευάλωτοι σε περίπτωση περιορισμού της διάθεσης για ανάληψη κινδύνου. Ο κλάδος τεχνολογίας έχει εμφανίσει ήπια καθοδική αναθεώρηση εκτιμήσεων κερδών 12 μηνών, ενώ η αρνητική συσχέτιση με το δολάριο θα μπορούσε να είναι ελαφρώς υποστηρικτική αν συνεχισθεί η διόρθωση δολαρίου. Ο κλάδος α' υλών επηρεάζεται αρνητικά από τη διόρθωση πετρελαίου (θετική συσχέτιση), ενώ επωφελείται από τη διόρθωση δολαρίου (αρνητική συσχέτιση).

Συσχετίσεις αποδόσεων παγκόσμιων κλάδων με πετρέλαιο, δολάριο και δείκτη κρατικών ομολόγων

	Ενέργειας	Α' υλών	Βιομηχανικός	Κοινής ωφέλειας	Επικοινωνιών	Υγείας	Χρηματ/κός	Ακινήτων	Τεχνολογίας	Κατ/κών διαθ. εισοδ.	Βασ. Καταναλ/κών
Συσχέτιση με πετρέλαιο	0,64	0,31	0,14	0,08	0,06	0,05	0,02	0,01	0,01	-0,02	-0,09
Συσχέτιση με δείκτη δολαρίου	-0,31	-0,73	-0,70	-0,46	-0,59	-0,51	-0,73	-0,65	-0,60	-0,67	-0,46
Συσχέτιση με δείκτη κρατικών ομολόγων	-0,06	0,26	0,29	0,38	0,20	0,32	0,10	0,45	0,25	0,17	0,29

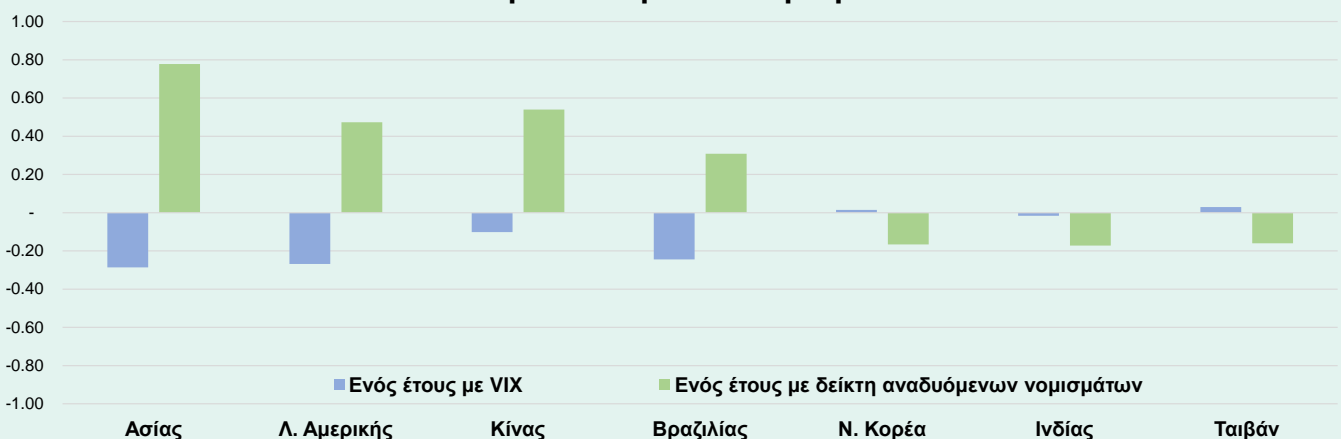
Αναδυόμενες αγορές: Επιφυλακτικότητα λόγω αδύναμης οικονομίας και γεωπολιτικών

Η ανάκαμψη του δείκτη αναδυόμενων μετοχών (14%) στο χρονικό διάστημα από το χαμηλότερο κλείσιμο (29/9/22) από τα μέσα 2020 έως τις 8 Δεκεμβρίου, στηρίχθηκε από τη διόρθωση του δείκτη δολαρίου ΗΠΑ στην αντίστοιχη χρονική περίοδο (24/10-8/12: -6,4%) και από τις χαμηλότερες αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων ΗΠΑ (10ετούς στο 3,48% στις 8/12 από 4,24% στις 24/10). Ο συντελεστής συσχέτισης εβδομαδιαίων αποδόσεων ενός έτους (-0,57) του δείκτη αναδυόμενων μετοχών με τις μεταβολές δολαρίου καταδεικνύει ότι αν συνεχισθεί η διόρθωση του δολαρίου, πιθανόν θα σημειωθεί επιπλέον υποστηρικτικός αντίκτυπος στον δείκτη αναδυόμενων. Ο κίνδυνος αντιστροφής και καθοδικών πιέσεων μπορεί να επανέλθει κυρίως αν η επικείμενη σύσκεψη της Fed (14/12) τροφοδοτήσει άνοδο αποδόσεων στη λήξη ομολόγων και ενίσχυση δολαρίου. Διατηρείται ο προβληματισμός σχετικά με την κερδοφορία, καθώς τα εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών του δείκτη αναδυόμενων είναι κατά -18% χαμηλότερα συγκριτικά με τον Φεβρουάριο. Υψηλή η θετική συσχέτιση (0,8) εβδομαδιαίων αποδόσεων του δείκτη MSCI **Ασίας** με τις αποδόσεις του MSCI αναδυόμενων νομισμάτων (έναντι δολαρίου). Από την αρχή του έτους έως 24/10 ο δείκτης αναδυόμενων νομισμάτων είχε υποχωρήσει κατά -9% έναντι του δολαρίου και παράλληλα ο δείκτης μετοχών Ασίας είχε μειωθεί κατά -32%, με επιπλέον αρνητική επίπτωση από τον αυξημένο δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας VIX μέχρι τέλη Οκτωβρίου. Στο χρονικό διάστημα 24/10-8/12, η

ανάκαμψη του δείκτη αναδυόμενων νομισμάτων κατά 4,5% έναντι του δολαρίου, έχει συμβαδίσει με ενίσχυση του δείκτη Ασίας κατά 20%. Η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι ήπια (12,5) περί τον μέσο όρο δέκα ετών. Ο δείκτης MSCI **Κίνας** είχε καταγράψει υποχώρηση κατά -62% στη χρονική περίοδο 17/2/21-31/10/22, με την εκτίμηση κερδών 12 μηνών να εμφανίζει στο τέλος Οκτωβρίου 2022 χαμηλό πέντε ετών. Η αβεβαιότητα αναφορικά με τους περιορισμούς οικονομικής δραστηριότητας λόγω Covid και η ένταση στις σχέσεις ΗΠΑ-Κίνας αναφορικά με την Ταϊβάν, είχαν τροφοδοτήσει πτώση του κινεζικού νομίσματος. Η ισοτιμία δολάριο ΗΠΑ/γουαν εμφάνισε υψηλό (31/10: 7,30) σχεδόν 15 ετών, γεγονός που συσχετίζεται αρνητικά με τη μετοχική αγορά. Η πρόσφατη διόρθωση του δολαρίου έναντι του γουαν (8/12: 6,95) συμβαδίζει με την ανάκαμψη του μετοχικού δείκτη (31/10-8/12: 36%).

Στην **Ινδία** ο δείκτης Sensex κατέγραψε στις αρχές Δεκεμβρίου ιστορικό υψηλό, παράλληλα με ιστορικό υψηλό εκτίμησης κερδών 12 μηνών. Επιπλέον, ο δείκτης Ινδίας είναι ανθεκτικός λόγω χαμηλών συσχετίσεων με τον δείκτη αναδυόμενων νομισμάτων και τον δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας VIX αμερικανικής αγοράς. Παράγοντες κινδύνου διόρθωσης δείκτη Ινδίας, τα γεωπολιτικά και η υψηλή τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών (20 φορές). Η χαμηλή τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών του δείκτη **Λ. Αμερικής** (7,5) έχει συμβάλει σε θετική απόδοση το 2022 (10%), παρά τη διόρθωση (4/11-8/12: -7%).

Συσχέτιση δεικτών αναδυόμενων μετοχών με δείκτη τεκμαρτής μεταβλητότητας VIX και δείκτη αναδυόμενων νομισμάτων

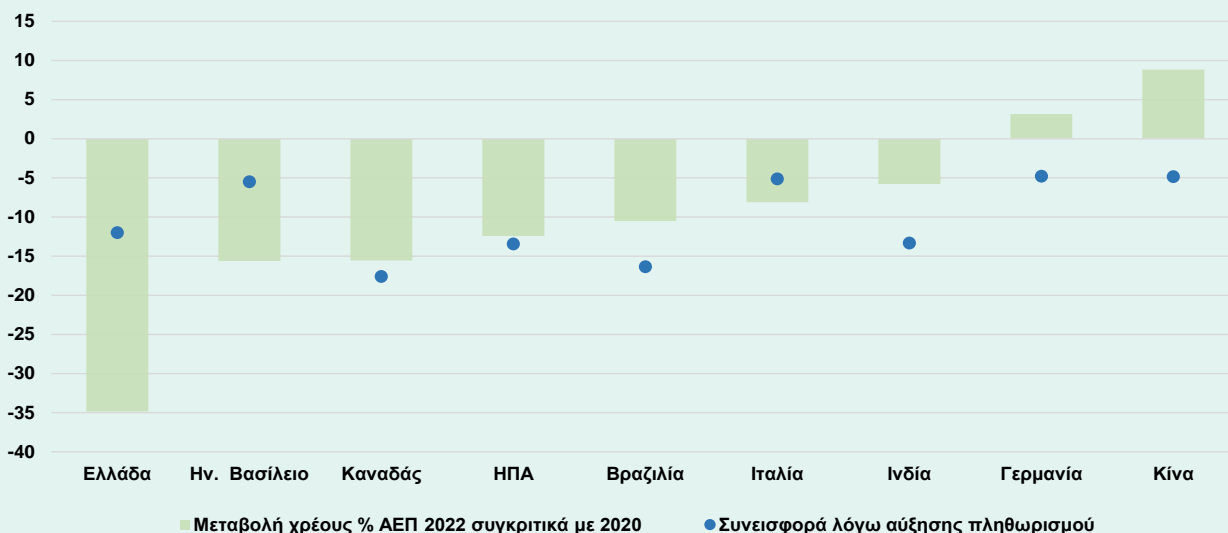


Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg, συντελεστής συσχέτισης εβδομαδιαίων αποδόσεων

Το ΑΕΠ στην Ελλάδα παρουσίασε το γ' τρίμηνο αύξηση κατά 2,8% σε ετήσια βάση, ενώ σε τριμηνιαία υποχώρησε κατά 0,5%. Η ισχυρή τουριστική περίοδος, η ενίσχυση των επενδύσεων και οι αυξημένες εισαγωγές επηρέασαν τον ρυθμό ανάπτυξης. Σύμφωνα με την Ε.Ε. η ελληνική οικονομία αναμένεται να αναπτυχθεί κατά 6% το 2022 και κατά 1% το 2023. Ο ΟΟΣΑ τοποθετεί την αύξηση του ΑΕΠ στο 1,6% το 2023. Σύμφωνα με το προσχέδιο προϋπολογισμού, το 2022 το πρωτογενές έλλειμμα αναμένεται να περιοριστεί σε 1,7% του ΑΕΠ, ενώ για το 2023 προβλέπεται πλεόνασμα 0,7% του ΑΕΠ. Σημαντική βελτίωση αναμένεται στους δείκτες χρέους. Ο λόγος χρέους προς ΑΕΠ αναμένεται να αποκλιμακωθεί από 194,5% το 2021 σε 169,1% το 2022 και να διαμορφωθεί στο 161,6% το 2023. Η μείωση οφείλεται τόσο στα βελτιωμένα μακροοικονομικά μεγέθη (πρωτογενές πλεόνασμα) όσο και στον πληθωρισμό (υψηλή ονομαστική ανάπτυξη). Αναμένεται ωστόσο οριστική γνωμοδότηση των ευρωπαϊκών αρχών σχετικά με την καταγραφή ως χρέους και σε τι ποσοστό των κρατικών εγγυήσεων που είχαν χορηγηθεί στο σχέδιο τιτλοποιήσεων Ηρακλής. Η επίπτωση στον δείκτη χρέους/ΑΕΠ αναμένεται να είναι περί το 10%. Τα υψηλά ταμειακά διαθέσιμα προσφέρουν ευελιξία σχετικά με τον χρόνο που θα επιλέξει ο ΟΔΔΗΧ να αναχρηματοδοτήσει το χρέος. Η απόδοση στη λήξη

του 10ετούς κρατικού ομολόγου εμφάνισε στις 21 Οκτωβρίου υψηλό (5,14%) πενταετίας, πριν αποκλιμακωθεί στην περιοχή του 4%. Η χρήση του εργαλείου TPI από την ΕΚΤ αναμένεται να δράσει υποστηρικτικά σε περίπτωση περαιτέρω ενίσχυσης των αποδόσεων στη λήξη. Ο δείκτης ASE παρουσίασε ανθεκτικότητα το 2022, καθώς ενισχύεται περί το 2,5% (9/12) έναντι υποχώρησης 14% του δείκτη MSCI αναδυόμενων αγορών (σε ευρώ). Τα ελληνικά πιστωτικά ιδρύματα μείωσαν σημαντικά τους δείκτες μη εξυπηρετούμενων ανοιγμάτων (NPE's), έχοντας μετασχηματίσει τους ισολογισμούς τους. Ο δείκτης FTSE ASE Banks ενισχύεται πλησίον του 9% (9/12) από την αρχή του έτους, ενώ οι δείκτες τηλεπικοινωνιών (-8,75%) και επιχειρήσεων κοινής ωφέλειας (-9,08%) υποαποδίδουν κυρίως λόγω της αύξησης του ενεργειακού κόστους. Τα αποτελέσματα των εισηγμένων στο Χ.Α. έχουν παρουσιάσει ανθεκτικότητα, ωστόσο πρόκληση αποτελεί η διαχείριση της αυξημένης ενεργειακής επιβάρυνσης για το επόμενο έτος. Η αγορά εταιρικών ομολόγων εισηγμένων στο Χ.Α. επηρεάστηκε από την αύξηση των επιτοκίων, καθώς το 2022 πραγματοποιήθηκαν μόνο 4 νέες εκδόσεις. Ωστόσο, τα εταιρικά ομόλογα σύντομης λήξης φερέγγυων εκδοτών και τα έντοκα γραμμάτια εμφανίζουν ελκυστικό προφίλ απόδοσης κινδύνου, ως εναλλακτική απέναντι στον πληθωρισμό.

Μεταβολή χρέους % ΑΕΠ 2022 συγκριτικά με 2020



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, ΔΝΤ

Ποιες είναι οι κυριότερες προκλήσεις της Ελληνικής οικονομίας το 2023 και πως μπορεί να τις αντιμετωπίσει ο επενδυτής;

Το 2023 αποτελεί κύρια πρόκληση η επίπτωση που θα έχει στο κόστος δανεισμού κράτους, επιχειρήσεων και νοικοκυριών η αναμενόμενη αύξηση των επιτοκίων από την ΕΚΤ, αλλά και η διάρκεια της ενεργειακής κρίσης η οποία θα δοκιμάσει τις αντοχές του προϋπολογισμού και τη δημοσιονομική ευελιξία. Οι εκλογές στην Ελλάδα αναμένεται να επαναφέρουν την πολιτική αβεβαιότητα, αυξάνοντας ενδεχομένως προσωρινά τον κίνδυνο χώρας. Η εκλογική αναμέτρηση στην Τουρκία αποτελεί πρόκληση, καθώς οι γεωπολιτικές εντάσεις εκτιμάται ότι θα συντηρηθούν. Παράλληλα, όσο δεν υπάρχει διπλωματική επίλυση του πολέμου στην Ουκρανία, οι ανησυχίες σχετικά με την επάρκεια φυσικού αερίου για τον χειμώνα του 2023 και πιθανές αναταραχές στη διατροφική αλυσίδα θα εντείνονται. Η γεωπολιτική και εκλογική αβεβαιότητα δεν αποτελούν νέες προκλήσεις για τον επενδυτή που επενδύει σε ελληνικές αξίες.

Μετοχές εταιρειών που εμφανίζουν σημαντικό ποσοστό εξαγωγών ή αυξημένο κύκλο εργασιών στο εξωτερικό, αναμένεται να επηρεαστούν λιγότερο από πιθανή αύξηση του κινδύνου χώρας. Επιχειρήσεις που διακρατούν υψηλά ταμειακά διαθέσιμα αναμένεται να περιορίσουν τον πιστωτικό – επιτοκιακό κίνδυνο παρουσιάζοντας αντοχές και εκμεταλλευόμενες ευκαιρίες που πιθανώς να προκύψουν. Ο ενεργειακός κλάδος αποτελεί προτιμητέα επιλογή, καθώς εκτός της γεωπολιτικής σημασίας του συνδυάζει και εύρωστες οικονομικές καταστάσεις. Επιχειρήσεις που εκπονούν επενδυτικά σχέδια κάνοντας χρήση του Ταμείου Ανάκαμψης αναμένεται να προσελκύσουν το επενδυτικό ενδιαφέρον. Εταιρικά ομόλογα σύντομης λήξης φερέγγυων εκδοτών και έντοκα γραμμάτια αναμένεται να επιδείξουν ανθεκτικότητα σε ενδεχόμενη αύξηση του κόστους δανεισμού, καθώς εμφανίζονται λιγότερα ευαίσθητα στις επιτοκιακές μεταβολές.

Αποδόσεις από αρχή έτους κύριων επενδυτικών κατηγοριών στην Ελλάδα



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg, στοιχεία έως 7 Δεκεμβρίου 2022

Πετρέλαιο- Τιμές Ενέργειας

Διατηρείται η αυξημένη μεταβλητότητα για την τιμή του πετρελαίου. Στις 7 Νοεμβρίου, η τιμή κατέγραψε υψηλό (\$93,74/βαρέλι) από τον Αύγουστο. Στις 9 Δεκεμβρίου ωστόσο, η τιμή ΣΜΕ WTI σημείωσε χαμηλό (\$70,08/βαρέλι) από τον Δεκέμβριο του 2021 λόγω της ανησυχίας για την παγκόσμια ζήτηση. Οι επενδυτές προσπαθούν να σταθμίσουν τον αντίκτυπο που θα έχει στη ζήτηση το ενδεχόμενο ύφεσης άλλα και το μέγεθος αυτής σε κύριες οικονομίες, καθώς και οι παρεμβάσεις στην πλευρά της προσφοράς (πολιτική ΟΠΕΚ+, περιορισμοί στην εισαγωγή ρωσικού πετρελαίου). Ο ΟΠΕΚ+ στη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου παρέμεινε σταθερός στον στόχο που είχε θέσει τον Οκτώβριο για μείωση της ημερήσιας παραγωγής κατά 2 εκατ. βαρέλια. Παραμένουμε ουδέτεροι σχετικά με την τιμή του πετρελαίου. Η ζήτηση αναμένεται να πληγεί, ωστόσο το ενδεχόμενο επανεκκίνησης της κινεζικής οικονομίας και η ευαισθησία της αγοράς σε διαταραχές της προσφοράς δρουν υποστηρικτικά στην τιμή. Στήριξη εμφανίζεται στην περιοχή των \$70/βαρέλι και στα \$66/βαρέλι (χαμηλό 20/12/2021). Αντίσταση εντοπίζεται στα \$83,3/βαρέλι (υψηλό 1/12), στα \$93,74/βαρέλι (υψηλό 7/11) και στα \$97/βαρέλι (ΚΜΟ 200 ημερών). Η τιμή του ΣΜΕ ευρωπαϊκού φυσικού αερίου υποχώρησε στις 25 Οκτωβρίου σε χαμηλό (92,4€/MWh) από τον Φεβρουάριο, καθώς οι ήπιες καιρικές συνθήκες και τα υψηλότερα του εποχιακού μέσου όρου ποσοστά επάρκειας αερίου στην Ευρώπη επηρέασαν αρνητικά. Στη συνέχεια ωστόσο, ανέκαμψε στην περιοχή των €150/MWh, καθώς ενισχύθηκε η ζήτηση λόγω των καιρικών συνθηκών. Η προσοχή εστιάζεται στην επόμενη χειμερινή περίοδο, ιδιαίτερα στην περίπτωση παρατεταμένου πολέμου στην Ουκρανία.

Χρυσός – Βασικά Μέταλλα

Στις 28 Σεπτεμβρίου η τιμή σημείωσε χαμηλό (\$1.614,96/ουγγιά) από τον Απρίλιο του 2020. Ωστόσο, ανέκαμψε, καθώς η αποκλιμάκωση των αποδόσεων στη λήξη αμερικανικών κρατικών ομολόγων και η αποδυνάμωση του δολαρίου έδρασαν θετικά. Αντίσταση εντοπίζεται στην περιοχή των \$1.878/ουγγιά (υψηλό 13/06), και \$1.910 (υψηλό 5/5). Στήριξη τοποθετείται στα \$1.720/ουγγιά (ΚΜΟ 100 ημερών) και στην περιοχή των \$1.615/ουγγιά.

Παραμένουμε θετικοί για την τιμή spot χρυσού, θεωρώντας ότι οι σχετικώς ηπιότερες αποδόσεις των κρατικών ομολόγων θα δράσουν υποστηρικτικά στην τιμή χρυσού, ο οποίος λειτουργεί και αντισταθμιστικά στις γεωπολιτικές εντάσεις.

Ισοτιμία ευρώ/δολάριο

Η FED και η EKT έχουν σηματοδοτήσει ότι δεν ολοκληρώθηκαν οι αυξήσεις των επιτοκίων στο πλαίσιο καταπολέμησης του πληθωρισμού, ωστόσο αναμένεται να επιβραδυνθεί ο ρυθμός αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής τους. Το δολάριο το 2022 εμφάνισε σημαντικά κέρδη έναντι των κύριων νομισμάτων. Η επιθετικότερη στάση της FED, οι προσδοκίες για υψηλά επίπεδα τερματικού επιτοκίου, το γεγονός ότι αποτελεί το κύριο αποθεματικό νόμισμα παγκοσμίως και η ενεργειακή εξάρτηση της Ευρώπης ενίσχυσαν το αμερικανικό νόμισμα έναντι του ευρώ. Το 2023 ωστόσο, αναμένεται ευνοϊκότερη χρονιά για το κοινό ευρωπαϊκό νόμισμα, ιδιαίτερα σε περίπτωση βελτίωσης του επενδυτικού κλίματος. Η προοπτική περιορισμού του επιτοκιακού πλεονεκτήματος του δολαρίου έναντι του ευρώ και το ενδεχόμενο μείωσης επιτοκίων από τη FED στη διάρκεια του έτους, αναμένεται να δράσουν ενισχυτικά για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου. Προκλήσεις αποτελούν πιθανή επιδείνωση της ενεργειακής κρίσης και περιορισμός της διάθεσης για ανάληψη κινδύνου που θα ενισχύσουν νομίσματα που δρουν ως ασφαλή καταφύγια. Στήριξη για την ισοτιμία εντοπίζεται στα \$1,0200 και \$1,0000. Αντίσταση εντοπίζεται στα \$1,0780 και στα \$1,0940.

Ισοτιμία στερλίνα/δολάριο

Η Τράπεζα της Αγγλίας στη σύσκεψη του Νοεμβρίου αύξησε το βασικό επιτόκιο κατά 0,75% στο 3%, καθώς ο πληθωρισμός ανήλθε τον Οκτώβριο σε υψηλό 41 ετών (11,1%). Η ισοτιμία κατέγραψε στις 13 Δεκεμβρίου υψηλό (\$1,2444) έξι μηνών ανακάμπτοντας από τα ιστορικά χαμηλά (\$1,0350) του Σεπτεμβρίου. Ωστόσο, στα τρέχοντα επίπεδα διατηρούμε επιφυλακτική στάση, καθώς βασικά μακροοικονομικά μεγέθη (π.χ. ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών) χρήζουν βελτίωσης. Στήριξη για την ισοτιμία εντοπίζεται στα \$1,1670 (ΚΜΟ 100 ημερών) και \$1,1330 (χαμηλό 09/11) ενώ αντίσταση στα \$1,2670 (υψηλό 27/5).

**Θεματικές επιλογές:
Προσπαθώντας να
περιορίσουμε τη
μεταβλητότητα το 2023
χωρίς να απωλέσουμε
ανοδική προοπτική**

Το 2022 αποτέλεσε έτος αυξημένης μεταβλητότητας εξαιτίας του επίμονα υψηλού πληθωρισμού, γεωπολιτικών αναταραχών και αυστηροποίησης της νομισματικής πολιτικής από κύριες Κεντρικές Τράπεζες. Οι επενδυτές θεωρείται κατάλληλο να επικεντρωθούν το 2023 στη μείωση της μεταβλητότητας του χαρτοφυλακίου τους χωρίς ωστόσο αυτό να τους καθιστά αποεπενδεδυμένους. Ο δείκτης **MSCI World Minimum Volatility** έχει χαμηλή συσχέτιση με τον δείκτη αναφοράς και παρουσιάζεται ανθεκτικός σε περίπτωση αύξησης της μεταβλητότητας. Ενδεικτικά, την περίοδο από 1/1/2019 έως 22/11/2022, η οποία περιλαμβάνει την καθοδική αγορά της πανδημίας και την τρέχουσα, ο MSCI Minimum Volatility εμφανίζει χαμηλότερη μεταβλητότητα 52 εβδομάδων (16,3%) από τον S&P 500 την αντίστοιχη περίοδο (24%). Ο δείκτης **MSCI High Dividend Yield** από την αρχή του έτους καταγράφει απώλειες πλησίον του 6,5%, υποδιπλάσιες σχεδόν του MSCI World. Οι τοποθετήσεις σε **εταιρικά ομόλογα μικρής διάρκειας (1-3 έτη)** αποτελούν ελκυστική επιλογή λόγω του σχετικώς υψηλού επιτοκιακού εσόδου (περί το 5%). Παράλληλα, παρέχουν σχετικώς υψηλή προστασία σε πιθανές αυξήσεις επιτοκίων, καθώς οι σύντομης διάρκειας τίτλοι αναμένεται να έχουν περιορισμένες διακυμάνσεις. Στην Ελλάδα, τίτλοι φερέγγυων εκδοτών σύντομης λήξης και έντοκα γραμμάτια παρουσιάζουν ελκυστικό προφίλ απόδοσης/κινδύνου. Αντίβαρο σε περίπτωση αύξησης της μεταβλητότητας λόγω γεωπολιτικών εντάσεων αποτελεί και ο **χρυσός**.

Η γεωγραφική διασπορά και διαφοροποίηση θωρακίζει το χαρτοφυλάκιο από αύξηση της μεταβλητότητας. Ο δείκτης **Nikkei** στην Ιαπωνία παρουσιάζει ήπια μεταβλητότητα, ιδιαίτερα στην τρέχουσα καθοδική αγορά. Σε διάστημα ενός έτους η μεταβλητότητα διαμορφώνεται στο 18%, όταν αντίστοιχα ο S&P 500 κινείται στα επίπεδα του 24% το αντίστοιχο διάστημα. Η χρήση εξειδικευμένων θεματικών επιλογών μπορεί να ενισχύσει την απόδοση του χαρτοφυλακίου, χωρίς περαιτέρω αύξηση της μεταβλητότητας. Ο δείκτης **S&P Global Infrastructure** παρουσιάζει χαμηλότερες διακυμάνσεις έναντι του S&P 500, ενώ το ενδιαφέρον για επενδύσεις στις υποδομές δεν αναμένεται να ατονήσει, ακόμα και σε άμβλυνση των γεωπολιτικών προκλήσεων, καθώς οι κυβερνήσεις αναμένεται να παραμείνουν προσηλωμένες στην υλοποίηση των επενδυτικών σχεδίων, εν μέσω οικονομικής επιβράδυνσης. Η χρήση **εναλλακτικών στρατηγικών αντιστάθμισης κινδύνου** (hedge funds) αναμένεται να περιορίσει τη μεταβλητότητα στα χαρτοφυλάκια, καθώς πλήθος στρατηγικών λειτουργεί αποδοτικά σε περιβάλλον υψηλής αβεβαιότητας. Μη δεσμευόμενες από αυστηρό ρυθμιστικό πλαίσιο, είτε μέσω συναλλαγών υψηλής συχνότητας, είτε μέσω ποσοτικών αλγόριθμων, εξισορροπητικής κερδοσκοπίας και άλλων μεθόδων, έχει αποδειχθεί ότι οι εν λόγω στρατηγικές επιδεικνύουν καλύτερη συμπεριφορά από τη μετοχική και ομολογιακή κατηγορία σε περιόδους ανόδου της μεταβλητότητας.

Κλαδική και προϊόντική διαφοροποίηση: MSCI Low Volatility, MSCI High Dividend Yield, χρυσός

Επιλογές ομολόγων βραχυπρόθεσμης λήξης φερέγγυων εκδοτών

Στόχος: Μείωση μεταβλητότητας χαρτοφυλακίου

Γεωγραφική διασπορά επενδύσεων σε δείκτες με ήπια μεταβλητότητα (π.χ. Nikkei)

Χρήση εναλλακτικών στρατηγικών αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) και θεματικών επιλογών με χαμηλή μεταβλητότητα

Προοπτική Διεθνών Αγορών και Μακροοικονομικών Μεγεθών

Τρέχον: τιμή κλεισίματος στις 9 Δεκεμβρίου 2022

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

ΑΕΠ ετήσια μεταβολή (%)			Αγορά Συναλλάγματος				
	*2022	*2023	Τρέχον	Q1 23	Q2 23	Q4 23	
ΗΠΑ	1,8	0,5	EUR/USD	1,0540	1,0200	1,0500	1,0800
Ευρωζώνη	3,3	0,5	USD/JPY	136,60	140,00	138,00	135,00
Μ. Βρετανία	4,4	-0,4	GBP/USD	1,2260	1,1500	1,1800	1,2000
Ιαπωνία	1,6	1,8	USD/CHF	0,9340	0,9700	0,9600	0,9600
Κίνα	3,3	4,6					

*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Νοέμβριος 2022

Πληθωρισμός (%)			Αγορά Κρατικών Ομολόγων (απόδοση στη λήξη 10ετούς ομολόγου %)		
	*2022	*2023	Τρέχον	Δεκ. 23	
ΗΠΑ	6,2	3,5	ΗΠΑ	3,58	3,75
Ευρωζώνη	8,3	6,8	Γερμανία	1,93	2,30
Μ. Βρετανία	8,9	6,6	Μ. Βρετανία	3,18	3,50
Ιαπωνία	2,3	2,0	Ιαπωνία	0,26	0,30
Κίνα	2,0	2,2			

*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Νοέμβριος 2022

Επιτόκιο Κεντρικής Τράπεζας (%)			Αγορά Εμπορευμάτων και Ενέργειας		
	Τρέχον	Σε 12 μήνες	Τρέχον	Δεκ. 23 (εκτ. Bloomberg)	
Fed (άνω εύρος)	4,00	5,00	WTI	\$71	\$90
EKT (αναφοράς)	2,00	3,25	Gold	\$1.797	\$1.800
Τράπεζα Αγγλίας	3,00	4,50	Copper	\$8.543	\$8.200
Τράπεζα Ιαπωνίας	-0,10	0,00			

Μετοχικοί Δείκτες					
	Τρέχον	**Δεκ. 23	Συνολική απόδοση 3 μηνών	Συνολική απόδοση 1 έτους	Συνολική απόδοση 3 ετών
S&P 500	3.934	4.000	-1,4%	-15,0%	31,7%
Stoxx 600	439	450	6,5%	-4,9%	18,2%
Nikkei	27.901	-	0,3%	-1,2%	26,2%
MSCI EM	978	1.000	2,7%	-18,6%	1,0%

**Διάμεσος εκτίμηση αναλυτών Bloomberg

**Κατανομή Επενδύσεων:
Προτίμηση σε αμυντικές
επενδυτικές επιλογές.
Ελκυστικό το εισόδημα
από ομόλογα**



Μετοχές

Η ανάκαμψη κύριων μετοχικών αγορών στο δ' τρίμηνο συμβαδίζει με τις προσφάτως ηπιότερες αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων και τη διόρθωση πετρελαίου και δολαρίου, καθώς οι εξελίξεις αυτές συντηρούν το ενδεχόμενο η κάμψη της οικονομικής δραστηριότητας και η επίπτωση στα εταιρικά μεγέθη να είναι ήπια. Ελαφρώς υπόβαρη η στάθμιση στις ΗΠΑ, καθώς προβληματίζουν η σχετικά υψηλή μεταβλητότητα σε αγορά ομολόγων και μετοχών και παράλληλα η ήπια καθοδική αναθεώρηση εκτιμήσεων κερδών δώδεκα μηνών. Υπόβαρη η στάθμιση στην Ευρώπη, κυρίως λόγω αναμενόμενης ύφεσης, αυστηρότερης νομισματικής πολιτικής και γεωπολιτικών κινδύνων. Ουδέτερη στάθμιση στην Ιαπωνία, κυρίως λόγω υποστηρικτικής νομισματικής πολιτικής και χαμηλών αποδόσεων στη λήξη ομολόγων. Υπόβαρη στάθμιση στις αναδυόμενες κυρίως λόγω αδύναμων οικονομιών, καθοδικώς αναθεωρημένων εκτιμήσεων κερδών και γεωπολιτικών.



Ομόλογα

Υπέρβαρη στάθμιση για ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας, καθώς το ικανοποιητικό επιτοκιακό έσοδο σε συνδυασμό με την αυξημένη πιθανότητα ύφεσης της οικονομίας αναμένεται να ενισχύσουν τις τοποθετήσεις. Τα κρατικά ομόλογα στις ΗΠΑ θεωρούνται καλύτερα αποτιμημένα έναντι των ομολόγων στην Ευρωζώνη, καθώς η εκτιμώμενη μείωση του ύψους των τίτλων της ΕΚΤ αναμένεται να έχει αρνητική επίπτωση. Την τρέχουσα οικονομική συγκυρία τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής βαθμίδας αναμένεται να παρουσιάσουν καλύτερη απόδοση συγκριτικά με τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων. Υπόβαρη στάθμιση για τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών, κυρίως λόγω της ανησυχίας ότι θα αντιμετωπίσουν δυσκολίες στην αναχρηματοδότηση χρέους σε δολάριο.



Εναλλακτικές Επενδύσεις

Ουδέτερη στάθμιση για τις τιμές εμπορευμάτων, καθώς η πιθανότητα ύφεσης κύριων οικονομιών αναμένεται να πλήξει τη ζήτηση. Ωστόσο, η διατήρηση προβλημάτων στην προσφορά, η γεωπολιτική αβεβαιότητα και η εκτιμώμενη επανεκκίνηση της οικονομίας της Κίνας παρέχουν στήριξη στις τιμές. Ελαφρώς υπέρβαρη στάθμιση για την τιμή χρυσού, καθώς οι ηπιότερες αποδόσεις στη λήξη αμερικανικών ομολόγων και η αποδυνάμωση του δολαρίου δρουν υποστηρικτικά. Υπέρβαρη στάθμιση σε εναλλακτικές στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου, καθώς εκτιμάται ότι θα επιδείξουν καλύτερη συμπεριφορά συγκριτικά με λοιπές επενδυτικές επιλογές, λειτουργώντας αποδοτικότερα σε περιβάλλον έντονης μεταβλητότητας.

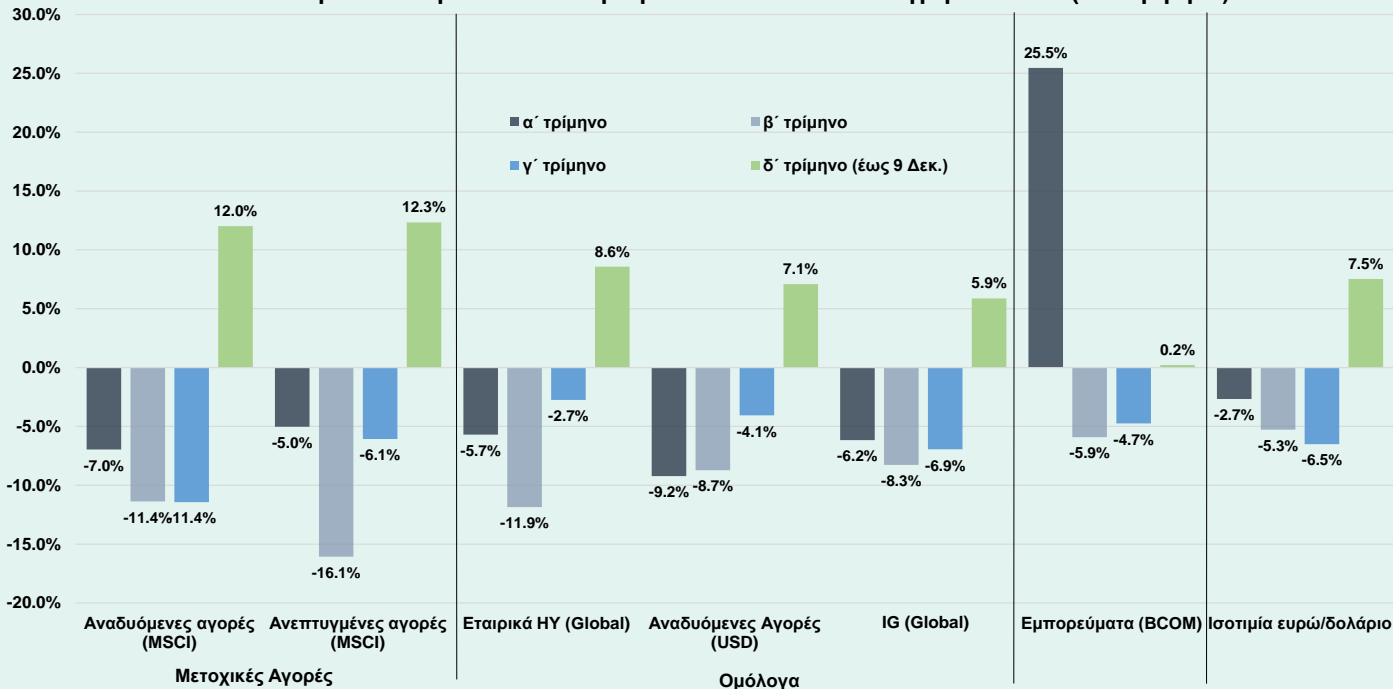


Ρευστότητα

Με τη μεταβλητότητα να είναι υψηλή σε αγορές ομολόγων και μετοχών, η υπέρβαρη στάθμιση σε ρευστότητα αναμένεται να συμβάλει στον αναγκαίο για τις παρούσες συνθήκες οικονομιών και αγορών, περιορισμό της μεταβλητότητας χαρτοφυλακίων. Για αύξηση επενδύσεων μεσοπρόθεσμα, επιθυμητοί παράγοντες οι ήπιες αποδόσεις στη λήξη ομολόγων, η διατήρηση της πρόσφατης διόρθωσης πετρελαίου και δολαρίου και η ανθεκτικότητα της παγκόσμιας οικονομίας. Ενδεχόμενη συνέχιση ήπιας ανάκαμψης του ευρώ έναντι δολαρίου, αν μετά τις συσκέψεις Fed (14/12) και ΕΚΤ (15/12), διατηρηθεί η εκτίμηση για περιορισμό επιτοκιακού πλεονεκτήματος δολαρίου.

Αποδόσεις βασικών επενδυτικών κατηγοριών

Συνολική απόδοση σε τοπικά νομίσματα επενδυτικών κατηγοριών 2022 (ανά τρίμηνο)



Πηγή: Bloomberg

Οι μετοχικές αγορές παρουσίασαν σημαντική ανάκαμψη το δ' τρίμηνο, επηρεαζόμενες από τις χαμηλότερες αποδόσεις στη λήξη. Οι ανακοινώσεις της κυβέρνησης της Κίνας για χαλάρωση των μέτρων αντιμετώπισης της πανδημίας ευνόησαν το επενδυτικό κλίμα. Οι τιμές των ομολόγων κατέγραψαν σημαντική ανάκαμψη λόγω υποχώρησης του πληθωρισμού στις ΗΠΑ και ενίσχυσης της εκτίμησης ότι οι αυξήσεις των επιτοκίων θα πραγματοποιηθούν με ηπιότερο ρυθμό. Οι τιμές εμπορευμάτων παρέμειναν σε καθοδική τάση λόγω ανησυχίας ότι θα μειωθεί η ζήτηση σε περίπτωση ύφεσης της οικονομίας. Ισχυρή άνοδο σημείωσε το ευρώ έναντι του δολαρίου, επηρεαζόμενο από τον περιορισμό του επιτοκιακού πλεονεκτήματος του δολαρίου.

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

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

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

Πάνος Ρεμούνδος

panos.remoundos@alpha.gr

Κων/νος Αναθρεπτάκης, CFA

konstantinos.anathreptakis@alpha.gr

Μαρία Κουτουζή

maria.koutouzi@alpha.gr

Ιωάννης Κουραβέλος, CFA

ioannis.kouravelos@alpha.gr

Νικόλαος Σακαρέλης

nikolaos.sakarelis@alpha.gr

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