



Navigator β' τρίμηνο 2024

**ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ και ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ**

## **Η ανθεκτικότητα των οικονομιών και η προοπτική μείωσης επιτοκίων συνεχίζουν να υπερτερούν των προκλήσεων**

- Καλύτερη της αρχικά εκτιμώμενης η εικόνα της παγκόσμιας οικονομίας. Σημαντική αλλά αργή η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού σε κύριες οικονομίες
- Η προοπτική μείωσης των επιτοκίων ευνοεί τα ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας
- Ανοδική η μεσοπρόθεσμη τάση των κύριων μετοχικών αγορών, καθώς ισχυρή είναι η εταιρική κερδοφορία
- Η ανθεκτικότητα της οικονομίας των ΗΠΑ ευνοεί το δολάριο, ωστόσο το θετικό επενδυτικό κλίμα περιορίζει την άνοδό του

Για να παρακολουθήσετε τη σύνοψη της τριμηνιαίας έκθεσης σε βίντεο πιάστε



Για να διαβάσετε την τριμηνιαία αναφορά σε μορφή infographic πιάστε



## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Η ανθεκτικότητα των οικονομιών συνεχίζει να υπερτερεί των προκλήσεων

03

Ισχυρότερη από ό,τι αρχικά αναμενόταν η δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας το 2024

04

Παραμένει ευνοϊκή η προοπτική για κρατικά ομόλογα κύριων οικονομιών

06

Η εταιρική κερδοφορία και η προοπτική μειώσεων επιτοκίων υποστηρίζουν τα εταιρικά ομόλογα

08

Μετοχές: Σε ανοδική μεσοπρόθεσμη κίνηση, παρότι βραχυπρόθεσμα μπορεί να σημειωθεί διόρθωση μετά τη σημαντική πρόσφατη άνοδο. Ευνοϊκός αντίκτυπος από την ισχυρή κερδοφορία

09

Κλάδοι: Ξεχωρίζει ευρύτερα ο τεχνολογικός, βελτιώνεται ο χρηματοοικονομικός. Αναμένεται να ευνοηθεί ο κλάδος εταιρειών κοινής ωφέλειας

11

Μετοχές αναδυόμενων αγορών: Ο δείκτης έχει ελκυστική αποτίμηση συγκριτικά με τον δείκτη ανεπτυγμένων. Σε ανοδική τάση η Ινδία και η Ελλάδα

12

Ελληνική οικονομία: Οι υψηλότεροι του μέσου ευρωπαϊκού όρου ρυθμοί ανάπτυξης προσφέρουν αισιοδοξία

13

Εναλλακτικές επενδύσεις: Ανθεκτικές οικονομίες και γεωπολιτικά στηρίζουν την ανοδική προοπτική του πετρελαίου μεσοπρόθεσμα

15

Θεματικές επιλογές: Οι επενδύσεις στην κυβερνοασφάλεια εμφανίζονται ελκυστικές στο σύνθετο περιβάλλον

16

Προοπτική Διεθνών Αγορών και Μακροοικονομικών Μεγεθών

17

Κατανομή Επενδύσεων: Το επενδυτικό σκηνικό ευνοεί τα ελαφρώς υπερεπενδεδυμένα χαρτοφυλάκια

18

---

***Οι αγορές μετρούν αντίστροφα για τη μείωση των επιτοκίων***

---

Το α΄ τρίμηνο του 2024 το επενδυτικό κλίμα ήταν ιδιαίτερα θετικό με τους κυριότερους μετοχικούς δείκτες σε ανεπτυγμένες οικονομίες να ανέρχονται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Κομβικής σημασίας για την ενισχυμένη διάθεση για ανάληψη κινδύνου είναι η αξιοσημείωτη ανθεκτικότητα που έχει επιδείξει η οικονομία των ΗΠΑ, τα ικανοποιητικά εταιρικά αποτελέσματα και η προοπτική μείωσης των επιτοκίων εντός του έτους από Κεντρικές Τράπεζες σημαντικών οικονομιών. Η χρονική στιγμή έναρξης και ο ρυθμός των μειώσεων των επιτοκίων συνεχίζουν να αποτελούν βασικό ερώτημα για τους συμμετέχοντες στις διεθνείς αγορές οι προσδοκίες των οποίων έχουν μεταβληθεί σημαντικά λόγω της οικονομικής ανθεκτικότητας και της αργής αποκλιμάκωσης των πληθωριστικών πιέσεων. Η εικόνα είναι πιο ευκρινής και οι εκτιμήσεις της προθεσμιακής αγοράς αναφορικά με τον ρυθμό μείωσης των επιτοκίων από τη Fed πλέον ευθυγραμμίζονται με τον σηματοδοτούμενο, με αποτέλεσμα να περιορίζεται η πιθανότητα αύξησης της μεταβλητότητας λόγω διάψευσης των προσδοκιών. Ο πληθωρισμός παρά τη σημαντική μείωση, διατηρείται υψηλότερα του στόχου και αξιωματούχοι της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ και της ΕΚΤ συνεχίζουν να επικοινωνούν ότι θα πρέπει να υπάρξουν περισσότερες ενδείξεις ότι η αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων είναι διατηρήσιμη για να υπάρξει μείωση των επιτοκίων. Ωστόσο, φαίνεται ότι οδεύουμε στην τελική ευθεία για την έναρξη των μειώσεων από την ΕΚΤ και τη Fed η οποία εκτιμάται περί τα μέσα του έτους.

---

***Παρότι η προοπτική για την παγκόσμια οικονομία φαίνεται καλύτερη της αρχικά εκτιμώμενης, συνεχίζουν να υφίστανται προκλήσεις***

---

Η προσέγγιση του πληθωρισμού στον στόχο των Κεντρικών Τραπεζών φαίνεται ότι θα επιτευχθεί χωρίς να προκληθεί ύφεση ή χρηματοπιστωτική αστάθεια παρά την ιδιαίτερα περιοριστική νομισματική πολιτική. Η δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας είναι καλύτερη της αρχικά εκτιμώμενης με τους διεθνείς οργανισμούς να αναθεωρούν ανοδικά τις εκτιμήσεις τους. Ωστόσο, εξακολουθούν να υφίστανται προκλήσεις, κυρίως σχετιζόμενες με τις γεωπολιτικές εξελίξεις (ευρωεκλογές 6-9 Ιουνίου, προεδρικές εκλογές στις ΗΠΑ 5 Νοεμβρίου) και την τάση αποπαγκοσμιοποίησης, εξέλιξη η οποία λειτουργεί στασιμοπληθωριστικά. Οι αυστηρότερες χρηματοπιστωτικές συνθήκες σε συνδυασμό με τη χρονική υστέρηση με την οποία αποτυπώνεται η νομισματική πολιτική στην οικονομία, θα μπορούσαν να πυροδοτήσουν αναζωπύρωση των πληθωριστικών πιέσεων και μη αναμενόμενη αποδυνάμωση της οικονομικής δραστηριότητας ενισχύοντας τον κίνδυνο στασιμοπληθωρισμού. Αντίβαρο στις συνθήκες υψηλότερου πληθωρισμού και ηπιότερων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης, μπορεί να αποτελέσει η ολοένα και αυξανόμενη χρήση της Τεχνητής Νοημοσύνης.

---

***Το επενδυτικό σκηνικό εννοεί τα ελαφρώς υπερεπενδεδυμένα χαρτοφυλάκια. Προτίμηση σε ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας και μετοχές ποιότητας***

---

Η ανθεκτικότητα οικονομιών και της εταιρικής κερδοφορίας συνδυαστικά με την προοπτική μείωσης των επιτοκίων ευνοούν την ήπια επενδυτική υπερέκθεση. Η συγκυρία συνεχίζει να ευνοεί τα ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας λόγω των αυξημένων αποδόσεων και της προοπτικής κεφαλαιακής υπεραξίας. Η αποφυγή ύφεσης της παγκόσμιας οικονομίας και η αισιοδοξία για την εταιρική κερδοφορία ευνοούν τις ποιοτικές μετοχικές επιλογές. Από τις γεωγραφικές περιοχές, θεωρούμε ότι είναι καλύτερη η συγκυρία για τις ΗΠΑ και την Ιαπωνία. Ωστόσο, οι υψηλές αποτιμήσεις και το γεγονός ότι πολλά από τα καλά νέα έχουν ήδη αποτιμηθεί περιορίζουν τα περιθώρια περαιτέρω ανόδου. Πιθανή αναζωπύρωση της νευρικότητας λόγω των γεωπολιτικών εντάσεων και εκ νέου ενίσχυσης του πληθωρισμού θα μπορούσαν να αποτελέσουν αιτίες για αύξηση της μεταβλητότητας και βραχυπρόθεσμες ρευστοποιήσεις που θα μπορούσαν να αξιοποιηθούν ως ελκυστικό επίπεδο τοποθετήσεων.

## Ισχυρότερη από ό,τι αρχικά αναμενόταν η δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας το 2024

### Παγκόσμια Οικονομία

Η παγκόσμια οικονομία επιδεικνύει αντοχές και είναι ισχυρότερη από ό,τι αρχικά αναμενόταν, κυρίως λόγω της δυναμικής που παρουσιάζει η αμερικανική οικονομία. Το σενάριο ανώμαλης προσγείωσης της οικονομίας απομακρύνεται ολοένα και περισσότερο, καθώς η κατανάλωση παραμένει ικανοποιητική και το ποσοστό ανεργίας διαμορφώνεται σε ιστορικά χαμηλά. Το 2024 φαίνεται να επιβεβαιώνεται το καλό σενάριο για την παγκόσμια οικονομία, καθώς ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται, το ποσοστό ανεργίας παραμένει σε χαμηλά επίπεδα, η εταιρική κερδοφορία ενισχύεται και οι Κεντρικές Τράπεζες αναμένεται να προβούν σε μειώσεις επιτοκίων μέσα στο έτος. Οι προκλήσεις για την οικονομία σχετίζονται κυρίως με τους γεωπολιτικούς κινδύνους και με τις αρνητικές επιπτώσεις των υψηλότερων επιτοκίων στα νοικοκυριά και στις επιχειρήσεις. Παρά τη σημαντική αύξηση των επιτοκίων το 2022 και το 2023, οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες δεν έχουν επιδεινωθεί, καταδεικνύοντας ανθεκτικότητα της παγκόσμιας οικονομίας και διατήρηση της υψηλής ρευστότητας. Ο Οργανισμός Οικονομικής Συνεργασίας και Ανάπτυξης (ΟΟΣΑ) αναθεώρησε υψηλότερα την εκτίμησή του για τον ρυθμό ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας το 2024 στο 2,9% από 2,7%, ενώ για το 2025 διατηρήθηκε στο 3%.

### ΗΠΑ

Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας των ΗΠΑ αναθεωρείται υψηλότερα το τρέχον έτος, με τον τομέα υπηρεσιών να παραμένει ισχυρός και τις συνθήκες στην αγορά εργασίας ευνοϊκές. Η Fed στη σύσκεψη του Μαρτίου εκτίμησε ετήσια αύξηση του ΑΕΠ το 2024 στο 2,1% (εκτ. Δεκεμβρίου: 1,4%) και το 2025 στο 2% (εκτ. Δεκεμβρίου: 1,8%). Στην αύξηση του ΑΕΠ τη μεγαλύτερη συνεισφορά την έχει η ιδιωτική κατανάλωση. Παρά την αύξηση των επιτοκίων και τη σταδιακή μείωση των αποταμιεύσεων, η κατανάλωση παραμένει ισχυρή. Οι αυξήσεις μισθών αναμένεται το τρέχον έτος να είναι μεγαλύτερες από τον πληθωρισμό, συντηρώντας την ιδιωτική κατανάλωση. Επίσης, η αγοραστική δύναμη των αμερικανών καταναλωτών ευνοείται από την ισχυρή αύξηση που παρουσιάζουν οι κινητές αξίες στις ΗΠΑ. Ο δείκτης υπηρεσιών ISM

διατηρήθηκε τον Φεβρουάριο σε επίπεδο (52,6, Ιανουάριος: 53,4) που καταδεικνύει ανάπτυξη του τομέα. Το ποσοστό ανεργίας παρουσίασε τον Φεβρουάριο μικρή αύξηση (3,9%, Ιανουάριος: 3,7%), ωστόσο οι νέες θέσεις εργασίας διατηρήθηκαν (275.000) υψηλότερες των 200.000 για τρίτο συνεχόμενο μήνα, καταδεικνύοντας ισχυρή απασχόληση. Ο πληθωρισμός τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο ήταν ελαφρώς υψηλότερος του αναμενόμενου, ωστόσο συνεχίζεται η αποκλιμάκωσή του. Ο πληθωρισμός που σχετίζεται με τις υπηρεσίες παραμένει επίμονος, ενώ οι τιμές τροφίμων και αγαθών συνεχίζουν να αποκλιμακώνονται. Η Fed εκτιμά ότι ο δομικός αποπληθωριστής προσωπικής κατανάλωσης PCE θα παρουσιάσει το 2024 ετήσια αύξηση κατά 2,6% και το 2025 κατά 2,2%.

### Ευρωζώνη

Το ΑΕΠ της Ευρωζώνης διατηρήθηκε το δ' τρίμηνο αμετάβλητο σε τριμηνιαία βάση, ενώ στο γ' τρίμηνο είχε καταγράψει υποχώρηση κατά 0,1%. Επομένως, η οικονομία της Ευρωζώνης απέφυγε την ύφεση, ωστόσο η δυναμική παραμένει αδύναμη. Η ΕΚΤ εκτιμά ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ το 2024 στο 0,6% και το 2025 στο 1,5%. Οι πρόδρομοι δείκτες οικονομικής δραστηριότητας που ανακοινώθηκαν προσφάτως παρουσιάζουν σταθεροποίηση. Αξίζει να αναφέρουμε ότι το ΑΕΠ στη Γερμανία το δ' τρίμηνο του 2023 παρουσίασε αρνητική μεταβολή (-0,3%) και εκτιμάται ότι το α' τρίμηνο του 2024 κατέγραψε επίσης αρνητική μεταβολή, σηματοδοτώντας συνθήκες ύφεσης για τη γερμανική οικονομία. Ο δομικός πληθωρισμός υποχώρησε τον Φεβρουάριο σε χαμηλό (3,1%) από τον Μάρτιο του 2022, καταδεικνύοντας αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων.

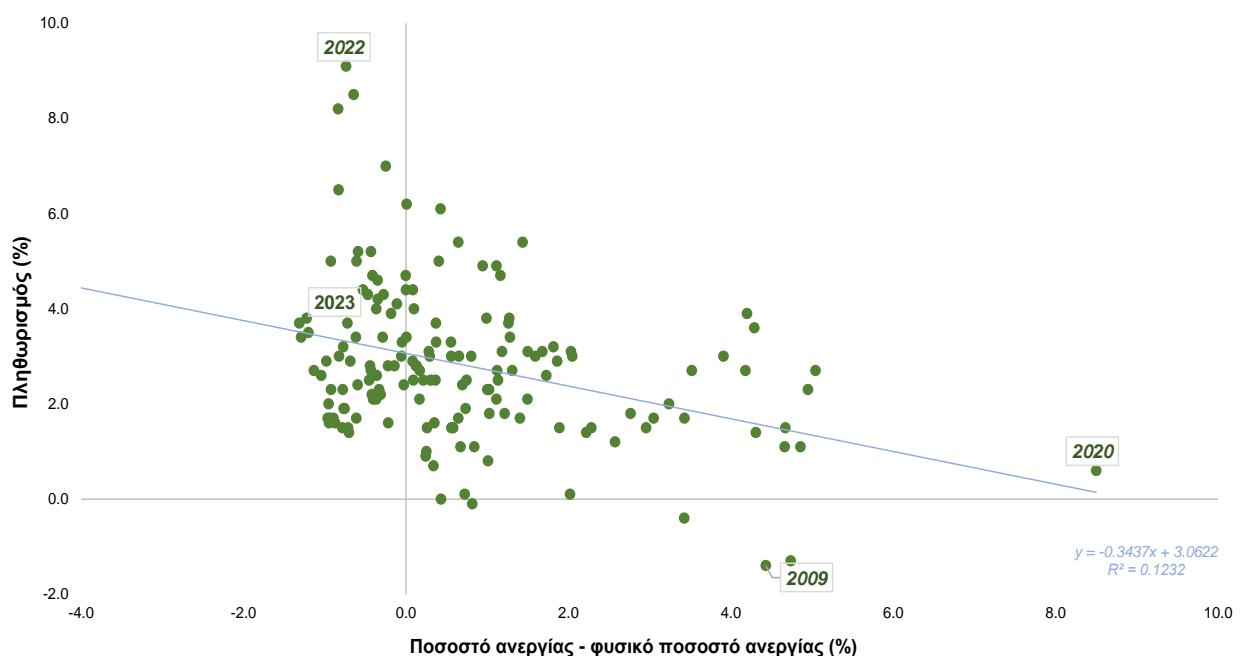
### Κίνα

Οι αρχές της Κίνας όρισαν στόχο για τον ρυθμό ανάπτυξης της οικονομίας το τρέχον έτος στο 5%, ενώ ο ΟΟΣΑ εκτιμά ρυθμό ανάπτυξης στο 4,7%. Ο στόχος θεωρείται φιλόδοξος, επομένως για να επιτευχθεί θα πρέπει να υιοθετηθούν πρόσθετα μέτρα δημοσιονομικής και νομισματικής στήριξης. Ορισμένοι δείκτες εμπιστοσύνης παρουσιάζουν βελτίωση, ωστόσο παραμένουν οι ανησυχίες σχετικά με την αγορά κατοικιών.

## ***Είναι σύνηθες να παρουσιάζει σημαντική αποκλιμάκωση ο πληθωρισμός και το ποσοστό ανεργίας να παραμένει πλησίον του ιστορικού χαμηλού;***

Μπορεί ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ τον Ιανουάριο και τον Φεβρουάριο να διαμορφώθηκε υψηλότερα των εκτιμήσεων ωστόσο διατηρείται η τάση αποκλιμάκωσής του. Ο δομικός πληθωρισμός στις ΗΠΑ υποχώρησε τον Φεβρουάριο σε χαμηλό (3,8%) από τον Μάιο του 2021, ωστόσο παραμένει σημαντικά υψηλότερα του στόχου της Κεντρικής Τράπεζας (περί το 2%). Ο πληθωρισμός που σχετίζεται με τις υπηρεσίες, κυρίως με τις τιμές των ενοικίων παραμένει επίμονος και φαίνεται ότι δύσκολα θα παρουσιάσει σημαντική αποκλιμάκωση. Αντίθετα, ο πληθωρισμός που σχετίζεται με τις τιμές ενέργειας και τις τιμές αγαθών έχει σημειώσει σημαντική υποχώρηση. Ισχυρή περαιτέρω αποκλιμάκωση του πληθωρισμού είναι δύσκολο να επιτευχθεί, καθώς οι μισθοί συνεχίζουν και ενισχύονται κατά μέσο όρο με ρυθμό περίπου 5%. Αξίζει να αναφέρουμε ότι η ισχυρή μείωση του πληθωρισμού από το 9,1% που κατέγραψε στα μέσα του 2022 στα επίπεδα του 3% που διαμορφώνεται σήμερα, προήλθε κυρίως από τη μείωση των τιμών εμπορευμάτων και την αποκατάσταση των στρεβλώσεων που είχαν δημιουργηθεί λόγω της πανδημίας. Συνεπώς, η ισχυρή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού οφείλεται σε παράγοντες της προσφοράς και όχι της ζήτησης, με αποτέλεσμα η υποχώρηση του πληθωρισμού να συνδυάζεται και με καλές συνθήκες για την αγορά εργασίας. Μπορεί το τελευταίο χρονικό διάστημα να αυξάνεται ελαφρώς το ποσοστό ανεργίας (Φεβρουάριος: 3,9%, Απρίλιος 2023: 3,4%), ωστόσο παραμένει χαμηλότερα από το εκτιμώμενο φυσικό ποσοστό ανεργίας (NAIRU: 4,4%) σε συνθήκες μακροπρόθεσμης ισορροπίας. Αξίζει να αναφέρουμε ότι στα προηγούμενα επεισόδια υποχώρησης του πληθωρισμού στις ΗΠΑ από το 1985, στις περισσότερες περιπτώσεις αυξήθηκε το ποσοστό ανεργίας. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, η τρέχουσα αποκλιμάκωση του πληθωρισμού οφείλεται στην προσφορά, επομένως δικαιολογείται να μην έχει επιδεινωθεί η αγορά εργασίας. Σημειώνεται ωστόσο, ότι για να επιτευχθεί ο στόχος της Fed για τον πληθωρισμό, θα πρέπει να παρουσιάσουν υποχώρηση και οι τιμές που σχετίζονται με τις υπηρεσίες και τη ζήτηση της οικονομίας. Σε αυτό το σενάριο θα παρατηρούσαμε αύξηση του ποσοστού ανεργίας, χωρίς ωστόσο να αυξάνεται σε επίπεδα που να ενισχύουν τον κίνδυνο ύφεσης, καθώς παραμένουν ελλείψεις στην προσφορά εργασίας.

**Πληθωρισμός ΗΠΑ και ποσοστό ανεργίας, 1985 - 2023**



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg



## Παραμένει ευνοϊκή η προοπτική για κρατικά ομόλογα κύριων οικονομιών

Οι επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα δεν έχουν ξεκινήσει καλά το 2024 (26/3, κρατικά ομόλογα ΗΠΑ: -1,2%, κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης: -0,9%), καθώς οι αγορές αναπροσάρμοσαν χαμηλότερα τις εκτιμήσεις για τον αριθμό των μειώσεων επιτοκίων. Επίσης, διατηρείται ενισχυμένη η διάθεση για ανάληψη κινδύνου και η οικονομία παρουσιάζει αντοχές, περιορίζοντας τη ζήτηση για επενδύσεις ασφαλούς καταφυγίου, όπως είναι τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ και Γερμανίας. Ο πληθωρισμός παραμένει επίμονος, ωστόσο συνεχίζεται η τάση αποκλιμάκωσής του και το 2025 αναμένεται να επιστρέψει στον στόχο των Κεντρικών Τραπεζών.

Η Fed στη σύσκεψη του Μαρτίου διατήρησε αμετάβλητο το επιτόκιο αναφοράς στο 5,25% - 5,50%, για πέμπτη συνεχόμενη σύσκεψη. Σύμφωνα με τη διάμεσο εκτίμηση των μελών της Fed, διατηρήθηκε η πρόβλεψη για τρεις μειώσεις επιτοκίου αναφοράς των 0,25% το τρέχον έτος. Για το 2025, η Fed αναμένει τρεις μειώσεις, ενώ στη σύσκεψη του Δεκεμβρίου εκτιμούσε τέσσερις. Ο Πρόεδρος της Fed επανέλαβε ότι θα χρειασθεί μέσα στο έτος να αποφασιστεί μείωση των επιτοκίων. Τόνισε επίσης, ότι σύντομα θα είναι κατάλληλη χρονική περίοδος για να επιβραδυνθεί ο ρυθμός μείωσης του ισολογισμού. Υπενθυμίζεται ότι κάθε μήνα μειώνονται οι τοποθετήσεις της Fed σε κρατικά ομόλογα κατά \$60 δισ. και σε ενυπόθηκους στεγαστικούς τίτλους κατά \$35 δισ.. Επομένως, σε περίπτωση που ο ρυθμός μείωσης αναθεωρηθεί χαμηλότερα, θα ευνοηθούν οι τιμές κρατικών ομολόγων.

Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου στις ΗΠΑ διαμορφώνεται στην περιοχή του 4,30%, ενώ στα τέλη του 2023 ήταν στο 3,90%. Η κλίση της καμπύλης επιτοκίων παραμένει αρνητική (διαφορά απόδοσης στη λήξη 10ετών – 2ετών ομολόγων: -39 μ.β.). Ωστόσο, σε περιόδους μειώσεων των επιτοκίων της Fed, η κλίση της καμπύλης τείνει να γίνεται θετική, καθώς επηρεάζονται περισσότερο τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια.

Οι τοποθετήσεις σε αμοιβαία κεφάλαια χρηματαγοράς στις ΗΠΑ διαμορφώνονται σε νέο ιστορικό υψηλό (\$6,1 τρισ.) με την άνοδο που έχουν

καταγράψει τους τελευταίους 12 μήνες να ανέρχεται στα \$910 δισ.. Διαχρονικά σε περιπτώσεις που η Fed ξεκινά μειώσεις επιτοκίων, οι συνολικές αποδόσεις των κρατικών ομολόγων είναι υψηλότερες των μέσων χρηματαγοράς. Κατά την εκτίμησή μας, από τα μέσα του έτους θα ξεκινήσουν ροές κεφαλαίων να κατευθύνονται από μέσα χρηματαγοράς σε ομόλογα.

Η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα τα επιτόκιά της στη σύσκεψη του Μαρτίου. Η Πρόεδρος της ΕΚΤ ανέφερε ότι συνεχίζεται η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, καθώς και ότι έχει σημειωθεί σημαντική πρόοδος προς στον στόχο του 2% μεσοπρόθεσμα. Η ΕΚΤ αναθεώρησε χαμηλότερα τις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό το 2024 στο 2,3% από 2,7% και το 2025 στο 2% από 2,1%. Η μακροπρόθεσμη εκτίμηση για τον πληθωρισμό (2026) διατηρείται ελαφρώς χαμηλότερα (1,9%) του στόχου, επιτρέποντας στην ΕΚΤ να ξεκινήσει σταδιακά τις μειώσεις επιτοκίων. Κατά την εκτίμησή μας, η ΕΚΤ θα ξεκινήσει τις μειώσεις στη σύσκεψη του Ιουνίου. Συνολικά μέσα στο 2024, η ΕΚΤ εκτιμάται ότι θα προβεί σε τέσσερις μειώσεις επιτοκίων κατά 0,25%.

Τα ομόλογα της περιφέρειας της Ευρωζώνης έχουν παρουσιάσει καλή συμπεριφορά, κυρίως λόγω του βελτιωμένου επενδυτικού κλίματος και της προσδοκίας της αγοράς ότι θα μειωθούν τα επιτόκια. Επίσης, οι οικονομίες του νότου (Ισπανία, Πορτογαλία, Ελλάδα) αναμένεται να παρουσιάσουν ισχυρότερο ρυθμό ανάπτυξης συγκριτικά με τη Γερμανία. Η διαφορά αποδόσεων στη λήξη 10ετών κρατικών ομολόγων Ισπανίας – Γερμανίας υποχώρησε τον Μάρτιο σε χαμηλό (78 μ.β.) από τον Φεβρουάριο του 2021 και η διαφορά Ελλάδας – Γερμανίας σε χαμηλό (93 μ.β.) από το 2008.

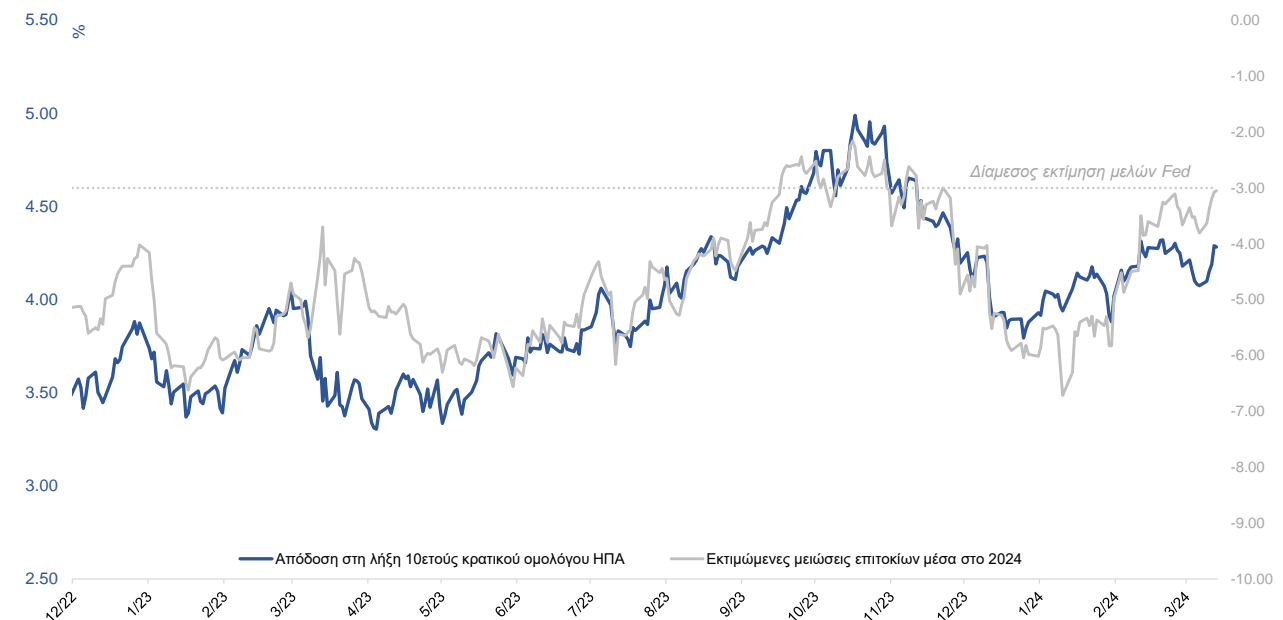
Οι συνολικές αποδόσεις των κρατικών ομολόγων για το σύνολο του 2024 αναμένεται να είναι ικανοποιητικές και υψηλότερες του πληθωρισμού, καθώς είναι υψηλό το επιτοκιακό έσοδο και αναμένεται να παρουσιάσουν κεφαλαιακή υπεραξία όταν ξεκινήσουν οι μειώσεις επιτοκίων. Οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα προσφέρουν επίσης αντιστάθμιση σε περίπτωση που ενισχυθούν οι καθοδικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία.

## Είναι δίκαιη η αποτίμηση των κρατικών ομολόγων;

Η προοπτική του πληθωρισμού αποτελεί διαχρονικά τον σημαντικότερο προσδιοριστικό παράγοντα για τις αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων των ανεπτυγμένων οικονομιών. Η αβεβαιότητα για την προοπτική του πληθωρισμού φαίνεται να περιορίζεται το τελευταίο χρονικό διάστημα και εκτιμήσεις της αγοράς συγκλίνουν ότι θα συνεχιστεί η αποκλιμάκωσή του και το 2025 θα επιστρέψει στον στόχο των Κεντρικών Τραπεζών. Οι ενισχυμένοι γεωπολιτικοί κίνδυνοι δεν έχουν συμβάλει στην ενίσχυση της αβεβαιότητας για την προοπτική του πληθωρισμού, καθώς οι τιμές εμπορευμάτων και ενέργειας δεν έχουν επηρεαστεί σε σημαντικό βαθμό. Σε περίπτωση που συνεχιστεί η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού, οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα αναμένεται να υπεραποδόσουν, κυρίως λόγω του υψηλού επιτοκιακού εσόδου και της προοπτικής κεφαλαιακής υπεραξίας.

Επίσης, η προοπτική της νομισματικής πολιτικής επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων, κυρίως το βραχυπρόθεσμο μέρος της καμπύλης των επιτοκίων. Αξίζει να αναφέρουμε ότι η προθεσμιακή αγορά τιμολογούσε στα τέλη του 2023 ότι η Fed θα χρειασθεί να προβεί μέσα στο 2024 σε έξι μειώσεις επιτοκίων κατά 0,25%, ενώ σήμερα η αγορά εκτιμά περίπου τρεις μειώσεις. Η διάμεσος εκτίμηση των μελών της Fed παραπέμπει σε τρεις μειώσεις επιτοκίων για το τρέχον έτος. Επομένως, οι προβλέψεις της αγοράς πλέον συγκλίνουν με τη διάμεσο εκτίμηση των μελών της Fed, καταδεικνύοντας ότι η αποτίμηση των κρατικών ομολόγων την τρέχουσα χρονική περίοδο είναι δίκαιη. Η ανοδική αναπροσαρμογή της εκτίμησης της αγοράς για την πορεία του επιτοκίου αναφοράς της Fed δικαιολογείται από το γεγονός ότι η οικονομία των ΗΠΑ αποδεικνύεται ισχυρότερη από ό,τι αρχικά αναμενόταν. Θεωρούμε ότι είναι δύσκολο να παρουσιάσει περαιτέρω ανοδική αναθεώρηση η προοπτική της οικονομίας των ΗΠΑ, καθώς έχουν ενσωματωθεί τα περισσότερα θετικά νέα.

### Απόδοση στη λήξη 10ετούς κρατικού ομολόγου ΗΠΑ και εκτιμώμενες μειώσεις επιτοκίων Fed για το 2024



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

## Η εταιρική κερδοφορία και η προοπτική μειώσεων επιτοκίων υποστηρίζουν τα εταιρικά ομόλογα

### Επενδυτικής διαβάθμισης (IG)

Το παρόν οικονομικό περιβάλλον φαίνεται να είναι ιδανικό για τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης, καθώς η οικονομία παρουσιάζει αντοχές, οι ισολογισμοί των εταιρειών είναι ισχυροί, η εταιρική κερδοφορία ενισχύεται και οι Κεντρικές Τράπεζες εκτιμάται ότι θα προχωρήσουν σε μειώσεις επιτοκίων στο β' εξάμηνο του έτους. Από την αρχή του έτους παρουσιάζουν οριακές απώλειες, με τα ομόλογα που έχουν διαβάθμιση BBB να ξεχωρίζουν (απόδοση στη λήξη ευρώ: 3,9%). Ωστόσο, η αποτίμησή τους δεν θεωρείται ιδιαίτερα ελκυστική. Αναλυτικά, τα πιστωτικά περιθώρια των εταιρικών ομολόγων στις ΗΠΑ διαμορφώνονται σε χαμηλό (88 μ.β.) από τον Νοέμβριο του 2021. Αντίστοιχη εικόνα παρατηρείται και για εταιρικά ομόλογα σε Ευρώ, ωστόσο θεωρείται ότι είναι ελκυστικότερα αποτιμημένα συγκριτικά με τα ομόλογα ΗΠΑ. Παρά τη μη ελκυστική αποτίμησή τους, θεωρούμε ότι θα παρουσιάσουν ικανοποιητική απόδοση, λόγω εκτιμώμενης υπερβάλλουσας ζήτησης. Διαχρονικά οι εταιρείες προβαίνουν σε αυξημένες εκδόσεις χρέους στο α' τρίμηνο, ενώ στο υπόλοιπο του έτους οι εκδόσεις είναι λιγότερες. Αξίζει επίσης, να σημειώσουμε ότι οι εταιρείες επενδυτικής διαβάθμισης έχουν μεγάλη διασπορά λήξεων χρέους και φαίνεται να διαχειρίζονται αποτελεσματικά το υψηλότερο κόστος δανεισμού. Η ζήτηση αναμένεται να ενισχυθεί στο β' εξάμηνο που θα ξεκινήσουν οι μειώσεις επιτοκίων, με αποτέλεσμα η ζήτηση να είναι μεγαλύτερη από την προσφορά.

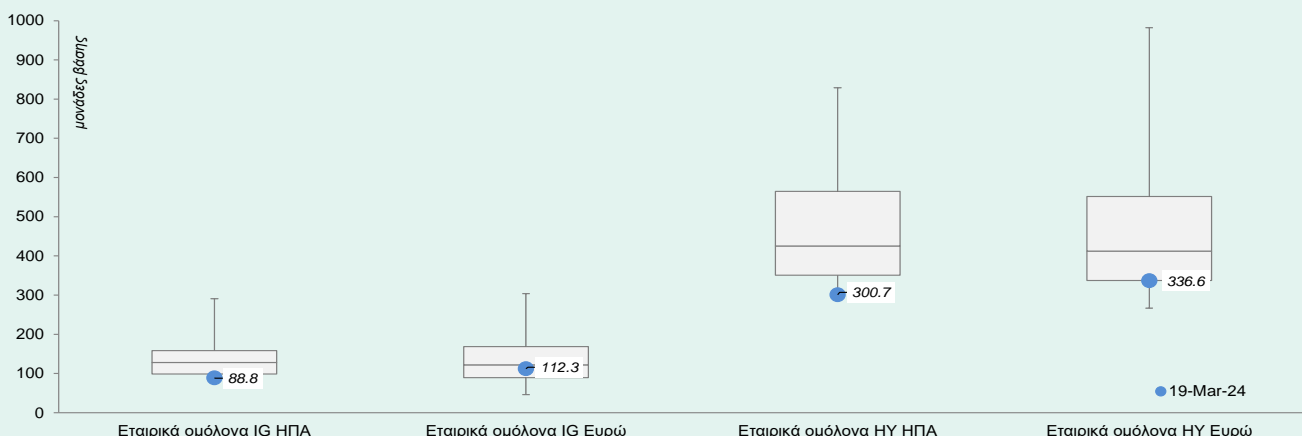
### Υψηλών αποδόσεων (HY)

Τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων υπεραποδίδουν και το 2024, καθώς παραμένει ενισχυμένη η διάθεση για ανάληψη κινδύνου και η μεταβλητότητα είναι περιορισμένη. Από την αρχή του έτους τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων παρουσιάζουν άνοδο κατά 2%. Παρά την ισχυρή άνοδο το 2023 (13%), το ποσοστό αθέτησης των ομολόγων υψηλών αποδόσεων στις ΗΠΑ διαμορφώθηκε τον Δεκέμβριο σε υψηλό (4,5%) από τα μέσα του 2021, καθώς οι εταιρείες που έχουν διαβάθμιση CCC παρουσιάζουν δυσκολίες λόγω αδύναμων ταμειακών ροών και υψηλών δαπανών για τόκους. Για το τρέχον έτος αναμένεται να αυξηθεί ελαφρώς το ποσοστό αθέτησης, καθώς εταιρείες με υψηλό δανεισμό θα συνεχίζουν να αντιμετωπίζουν δυσκολίες λόγω των υψηλών επιτοκίων. Τα πιστωτικά περιθώρια των ομολόγων υψηλών αποδόσεων στις ΗΠΑ διαμορφώνονται σε χαμηλό (300 μ.β.) από τον Ιανουάριο του 2022, καταδεικνύοντας ότι είναι ακριβή η αποτίμησή τους. Ελκυστικότερα κρίνονται τα ομόλογα βραχυπρόθεσμης διάρκειας, καθώς έχουν υψηλό επιτόκιο (περί το 7%) και μικρότερη πιθανότητα αθέτησης.

### Αναδυόμενων Αγορών (EM)

Τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών ευνοούνται από την ήπια ανάκαμψη αναδυόμενων οικονομιών και την απόφαση ορισμένων Κεντρικών Τράπεζων να προβούν σε μειώσεις επιτοκίων. Βραχυπρόθεσμα ωστόσο, η ανάκαμψη του δολαρίου ΗΠΑ επηρεάζει αρνητικά.

### Πιστωτικά περιθώρια εταιρικών ομολόγων (Box Plot 20 ετών)



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg



## Μετοχές: Η μεσοπρόθεσμη τάση διατηρείται ανοδική καθώς ενισχυμένη είναι η κερδοφορία. Δυνατότητα αύξησης επενδύσεων σε ενδεχόμενη διόρθωση

Αναμένουμε ότι ο παγκόσμιος δείκτης ανεπτυγμένων αγορών μπορεί να συνεχίσει υψηλότερα σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, καθώς η κερδοφορία ενισχύεται. Βελτίωση του επενδυτικού κλίματος έχει καταγραφεί σε όλες τις κύριες αγορές, συμβάλλοντας στην άνοδο του δείκτη ανεπτυγμένων αγορών σε ιστορικό υψηλό. Η τιμή/αναμενόμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών διαμορφώνεται υψηλότερα (18,5) του μέσου όρου δέκα ετών (16,5), γεγονός που μπορεί να τροφοδοτήσει ήπια διόρθωση. Βραχυπρόθεσμη διορθωτική κίνηση θα μπορούσε να αποτελέσει ευκαιρία επενδύσεων σε ελκυστικότερο επίπεδο.

Ο βασικότερος μετοχικός δείκτης στις ΗΠΑ έχει ενισχυθεί σε ιστορικό υψηλό. Δεν μπορεί να αποκλεισθεί βραχυπρόθεσμη διόρθωση, καθώς η συνολική ετήσια απόδοση του δείκτη είναι τετραπλάσια του ιστορικού μέσου όρου. Εκτιμούμε ότι σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα η ανοδική τάση θα συνεχισθεί, καθώς τα κέρδη του δείκτη έχουν ενισχυθεί για 2<sup>ο</sup> συνεχόμενο τρίμηνο στο δ' τρίμηνο και αναμένεται σημαντική ετήσια αύξηση κερδών συνολικά το 2024 (τουλάχιστον 10%-11%).

Τα μακροοικονομικά στοιχεία στις ΗΠΑ είναι ανθεκτικά, όπως φαίνεται από πρόσφατους δείκτες εμπιστοσύνης και απασχόλησης. Αναμένουμε ότι θα συμβάλουν στο να επιβεβαιωθεί η ανοδική τάση κερδών, στηρίζοντας τη μεσοπρόθεσμη ανοδική τάση της μετοχικής αγοράς. Η εκτιμώμενη μείωση του επιτοκίου αναφοράς από τη Fed στο β' εξάμηνο, αναμένουμε ότι θα συμβάλει σε μη υπερβολικές αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων, συνεισφέροντας θετικά στο επενδυτικό κλίμα σε ορίζοντα 6-12 μηνών.

Βασικότερος κίνδυνος βραχυπρόθεσμα μπορεί να προκύψει από ενδεχόμενη σημαντική ενίσχυση της τιμής πετρελαίου, καθώς θα είχε καθοδικό αντίκτυπο στην οικονομία και θα τροφοδοτούσε εκ νέου ανησυχίες για την προοπτική του πληθωρισμού και υψηλότερες αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων.

Ουδέτερη η στάθμιση στην Ευρώπη, καθώς τα αδύναμα μακροοικονομικά στοιχεία και οι αυξημένοι γεωπολιτικοί κίνδυνοι αντισταθμίζονται από την ευνοϊκή αποτίμηση. Ωστόσο, ενδεχόμενη διόρθωση από ιστορικό υψηλό πιθανόν θα είναι περιορισμένη, καθώς η τιμή/αναμενόμενα κέρδη δώδεκα μηνών του δείκτη είναι σχετικώς ελκυστική στις 14 φορές περί τον μέσο όρο δέκα ετών, στηρίζοντας τη μεσοπρόθεσμη προοπτική. Επιπλέον, οι μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ αναμένεται να στηρίξουν το επενδυτικό κλίμα σε περίπτωση που δεν επιδεινωθούν περαιτέρω τα οικονομικά στοιχεία.

Στην Ιαπωνία ο δείκτης Nikkei αυξήθηκε σε ιστορικό υψηλό. Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου Ιαπωνίας διαμορφώνεται σε χαμηλό επίπεδο συγκριτικά με το αντίστοιχο άλλων ανεπτυγμένων αγορών, στηρίζοντας την ελκυστικότητα της μετοχικής αγοράς, παρότι η Τράπεζα της Ιαπωνίας ολοκλήρωσε την πολιτική αρνητικών επιτοκίων αυξάνοντας το επιτόκιο αναφοράς. Δεν μπορεί να αποκλεισθεί το ενδεχόμενο ήπιων ρευστοποιήσεων μετά την ισχυρή άνοδο που καταγράφει τους τελευταίους μήνες. Θεωρούμε ότι η ιαπωνική μετοχική αγορά υποστηρίζεται μεσοπρόθεσμα από τις διαθρωτικές μεταρρυθμίσεις και από το αδύναμο γιεν που αναμένεται να στηρίξει τις εξαγωγές και την οικονομία.

Θεωρούμε ότι ο παγκόσμιος δείκτης εταιρειών ανάπτυξης αναμένεται να ευνοηθεί σε περιβάλλον σχετικώς ευνοϊκού επενδυτικού κλίματος και χαμηλότερων επιτοκίων μεσοπρόθεσμα. Θετικός ο αντίκτυπος από την αύξηση των εκτιμώμενων κερδών επόμενων δώδεκα μηνών του παγκόσμιου δείκτη ανάπτυξης σε ιστορικό υψηλό.

Προτιμούμε τη μεγάλη κεφαλαιοποίηση, καθώς έχει χαμηλούς δείκτες μόχλευσης και ισχυρά εκτιμώμενα κέρδη σε πολυετές υψηλό και αναμένεται να είναι ανθεκτική σε διασπήματα διόρθωσης.

Σταδιακή ενίσχυση έκθεσης στον δείκτη μεσαίας κεφαλαιοποίησης, ο οποίος έχει σχετικώς ελκυστική τιμή/αναμενόμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών (16) συγκριτικά με την πρόσφατη δεκαετία και αναμένεται να ευνοηθεί εφόσον η οικονομική δραστηριότητα διατηρηθεί ανθεκτική.

## Πώς θα μπορούσαν να επωφεληθούν οι επενδυτές μεσοπρόθεσμα από μια πιθανή βραχυπρόθεσμη διόρθωση;

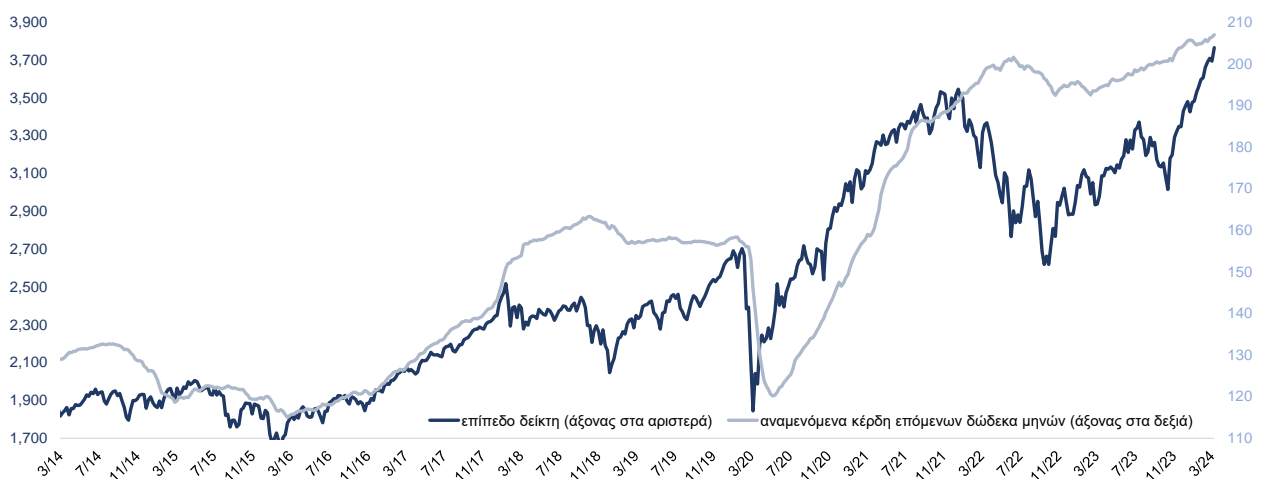
Η επανάληψη εντός του α΄ εξαμήνου του 2024, του «μοτίβου» που εμφάνισαν οι βασικές μετοχικές αγορές στο β΄ εξάμηνο του 2023 είναι πιθανό σενάριο. Υπενθυμίζεται, ότι οι βασικότεροι μετοχικοί δείκτες εμφάνισαν διόρθωση στη χρονική περίοδο από τέλη Ιουλίου ως τέλη Οκτωβρίου του 2023, ωστόσο στη συνέχεια κατέγραψαν σημαντική άνοδο.

Στις ΗΠΑ ο δείκτης S&P 500 είχε διορθώσει περί το -10% στο χρονικό διάστημα από 31 Ιουλίου ως 27 Οκτωβρίου του 2023, δίνοντας τη δυνατότητα αύξησης επενδύσεων που αποδείχθηκε επωφελής, αφού ακολούθησε άνοδος 25% στο διάστημα από 27 Οκτωβρίου του 2023 ως τον Μάρτιο του 2024. Βραχυπρόθεσμα, ο δείκτης S&P 500 μπορεί να διορθώσει, καθώς η τιμή/αναμενόμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών είναι η υψηλότερη (21 φορές) από τον Ιανουάριο του 2022. Ωστόσο, θεωρούμε ότι μεσοπρόθεσμα η ανοδική τάση του αμερικανικού δείκτη θα συνεχισθεί, καθώς τα αναμενόμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών διαμορφώνονται σε ιστορικό υψηλό, η οικονομική δραστηριότητα είναι σχετικώς ικανοποιητική και οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων μη υπερβολικές. Με αυτό το σκεπτικό, θεωρούμε ότι αν ο αμερικανικός δείκτης διορθώσει, θα είναι ευκαιρία αύξησης επενδυτικών θέσεων στην αμερικανική μετοχική αγορά.

Στην Ευρώπη ο δείκτης Stoxx 600 έχει ενισχυθεί κατά 18% στο χρονικό διάστημα από 27 Οκτωβρίου του 2023 ως 15 Μαρτίου, μετά από προηγούμενη διόρθωση κατά -8,5% (27/7-27/10/23). Ο ευρωπαϊκός δείκτης μπορεί να συνεχίσει υψηλότερα σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, καθιστώντας τις όποιες διορθώσεις ευκαιρία αύξησης των επενδυτικών θέσεων. Υπενθυμίζεται ότι η αναμενόμενη μερισματική απόδοση του ευρωπαϊκού δείκτη διαμορφώνεται σε ελκυστικό επίπεδο (3,5%) περί τον μέσο όρο δέκα ετών. Στην Ιαπωνία ο δείκτης εμφάνισε διόρθωση στο χρονικό διάστημα από 3 Ιουλίου ως 4 Οκτωβρίου του 2023, ωστόσο στη συνέχεια εμφάνισε σημαντική άνοδο. Στην περίπτωση που ο ιαπωνικός δείκτης διορθώσει λόγω λιγότερο υποστηρικτικής νομισματικής πολιτικής, αναμένεται να είναι ευκαιρία επενδύσεων, καθώς θεωρούμε ότι η μεσοπρόθεσμη τάση του δείκτη θα είναι ανοδική.

Η εκτίμηση για ανοδική μεσοπρόθεσμη τάση του παγκόσμιου δείκτη βασίζεται στην ενίσχυση των αναμενόμενων κερδών 12 μηνών, τα οποία διαμορφώνονται σε ιστορικό υψηλό και στην προσδοκία ανθεκτικής οικονομίας.

### Παγκόσμιος δείκτης S&P Global 1200 και εκτιμώμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών, (2014 – 2024)



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

**Προτιμήσεις κλάδων:  
Ξεχωρίζει ευρύτερα ο  
τεχνολογικός, βελτιώνεται  
ο χρηματοοικονομικός.  
Αναμένεται να ευνοηθεί ο  
κλάδος εταιρειών κοινής  
ωφέλειας**

Αναμένουμε ότι η μεσοπρόθεσμη τάση του κλάδου τεχνολογίας θα διατηρηθεί ανοδική, ωστόσο ενισχύεται το ενδεχόμενο βραχυπρόθεσμης διόρθωσης, καθώς ο κλάδος εμφανίζει ετήσια συνολική απόδοση (50%) υπερτετραπλάσια του ιστορικού μέσου όρου (12,5%). Τη διόρθωση του τεχνολογικού δείκτη θα μπορούσε να τροφοδοτήσει ενδεχομένη μη επιβεβαίωση της ισχυρής προοπτικής κερδοφορίας ή η μείωση της διάθεσης για ανάληψη κινδύνου λόγω γεωπολιτικών. Η μεσοπρόθεσμη προοπτική του τεχνολογικού δείκτη στηρίζεται από την άνοδο των κερδών σε ιστορικό υψηλό και από την ισχυρή τάση εσόδων. Ο κλάδος επικοινωνίας έχει ελκυστικότερη αποτίμηση συγκριτικά με τον κλάδο τεχνολογίας και αναμενόμενα κέρδη σε υψηλό τριετία. Ως εκ τούτου, θα μπορούσε μέρος της έκθεσης του τεχνολογικού κλάδου να τοποθετηθεί στον κλάδο υπηρεσιών επικοινωνίας.

Ο παγκόσμιος χρηματοοικονομικός κλάδος έχει ισχυρή εξαμηνιαία συνολική απόδοση. Αναμένουμε ότι ο χρηματοοικονομικός κλάδος θα συνεχίσει σε ανοδική μεσοπρόθεσμη τάση, καθώς η τιμή/αναμενόμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών είναι ελκυστική για επενδύσεις (12 φορές), στηρίζοντας τη μεσοπρόθεσμη προοπτική του χρηματοοικονομικού κλάδου. Η έκθεση των μεγάλων τραπεζών στην αγορά εμπορικών ακινήτων είναι σχετικώς χαμηλή, επομένως τα προβλήματα στην αγορά εμπορικών ακινήτων κρίνονται διαχειρίσιμα. Επίσης, οι δείκτες κεφαλαιακής επάρκειας διαμορφώνονται σε υψηλά επίπεδα. Στήριξη στον κλάδο παρέχει επίσης, η αναφορά του Προέδρου της Fed ότι σχεδιάζεται να χαλαρώσουν τα αυστηρά

κριτήρια που ανακοινώθηκαν λόγω της κρίσης των περιφερειακών τραπεζών.

Υπόβαρη η στάθμιση του παγκόσμιου δείκτη α' υλών, καθώς τα αναμενόμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών έχουν υποχωρήσει σε χαμηλό από τον Μάρτιο του 2021. Επιπλέον, αν σημειωθεί επιβράδυνση του ρυθμού ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας, αναμένουμε ότι ο κλάδος α' υλών θα υποαποδώσει.

Από τους αμυντικούς κλάδους βασικών καταναλωτικών αγαθών και κοινής ωφέλειας, προτιμούμε τον κλάδο κοινής ωφέλειας καθώς εμφανίζει ελκυστικότερη αποτίμηση και ευνοείται από την ενεργειακή μετάβαση. Συγκεκριμένα, ο κλάδος εταιρειών κοινής ωφέλειας εμφανίζει τιμή/αναμενόμενα κέρδη επόμενων δώδεκα μηνών ελκυστική (14 φορές, μέσος όρος δέκα ετών: 16). Ο κλάδος κοινής ωφέλειας αναμένεται να ευνοηθεί αν οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων εμφανίσουν αποκλιμάκωση μεσοπρόθεσμα.

Προβληματίζει η σχετικώς υψηλή τιμή/αναμενόμενα κέρδη επόμενων 12 μηνών του παγκόσμιου δείκτη βασικών καταναλωτικών αγαθών, που είναι σχετικώς υψηλή (18,5).

Διατηρούμε θετική άποψη για τον παγκόσμιο κλάδο ενέργειας, ο οποίος θα μπορούσε να ευνοηθεί σε περίπτωση περαιτέρω ανάκαμψης της τιμής του πετρελαίου. Θεωρούμε ότι ο παγκόσμιος κλάδος ενέργειας έχει θετική προοπτική μεσοπρόθεσμα, λόγω ελκυστικής αποτίμησης και υψηλής μερισματικής απόδοσης.

### Προτιμήσεις κλάδων

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

## Αναδυόμενες αγορές: Σε τάση ενίσχυσης ο δείκτης αναδυόμενων, κυρίως αν συνεχισθεί η υποχώρηση των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων και εξασθενίσει το δολάριο

Θεωρούμε ότι ο δείκτης αναδυόμενων αγορών θα στηριχθεί μεσοπρόθεσμα από την τάση ανάκαμψης κερδών που άρχισε από τα τέλη γ' τριμήνου του 2023 και συνεχίζεται. Αναμένοντας ασθενέστερο δολάριο και χαμηλότερες αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων μεσοπρόθεσμα, εκτιμούμε ότι ο δείκτης θα μπορούσε να κινηθεί ανοδικά μεσοπρόθεσμα. Η ετήσια συνολική απόδοση του δείκτη διαμορφώνεται στο 11% έναντι περίπου 30% του δείκτη ανεπτυγμένων. Εκτιμούμε ότι η υποαπόδοση του δείκτη έναντι του δείκτη ανεπτυγμένων αγορών μπορεί να περιορισθεί, ευνοώντας τις επενδύσεις σε αναδυόμενες αγορές μεσοπρόθεσμα. Επιπρόσθετα, η τιμή/αναμενόμενα κέρδη του δείκτη αναδυόμενων αγορών είναι ελκυστική (12) περί τον μέσο όρο δέκα ετών. Η σύγκρισή της με την αντίστοιχη τιμή/αναμενόμενα κέρδη του δείκτη ανεπτυγμένων (19) είναι ευνοϊκή για τον δείκτη αναδυόμενων.

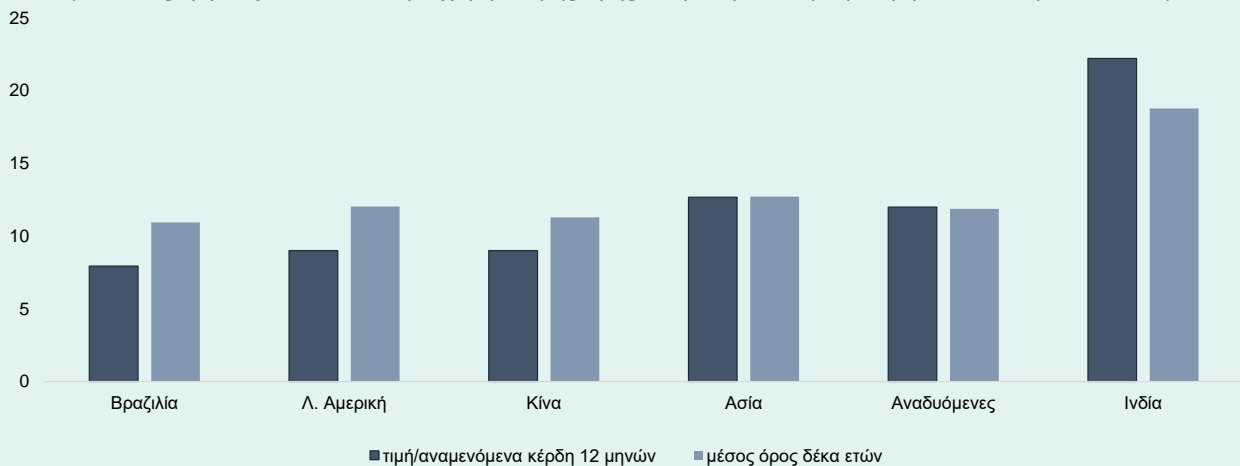
Θετική η προοπτική ορισμένων αναδυόμενων μετοχικών αγορών. Σε κάποιες αναδυόμενες αγορές συνεχίζεται η ανοδική τάση που ήδη καταγραφόταν και σε ορισμένες υπάρχουν ενδείξεις ότι έχει αρχίσει η ανάκαμψή τους. Αγορές με συνεχιζόμενη ανοδική τάση είναι η Ινδία και η Ελλάδα. Ο δείκτης MSCI Ασίας έχει ενισχυθεί κατά σχεδόν 2% το τρέχον έτος έναντι πτώσης περί το -5% του δείκτη Λ. Αμερικής. Διατηρούμε την προτίμηση σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα στην Ασία, καθώς η Ινδία εμφανίζει ισχυρό ρυθμό ανάπτυξης και καθώς αναμένεται ο ρυθμός

ανάπτυξης της Κίνας να στηριχθεί από μέτρα που λαμβάνουν οι κινεζικές αρχές, οι οποίες προσφάτως ανέφεραν ότι επιθυμούν ρυθμό ανάπτυξης περί το 5% το τρέχον έτος. Ο δείκτης MSCI Ινδίας έχει ενισχυθεί σε ιστορικό υψηλό, με τη μεσοπρόθεσμη προοπτική του να στηρίζεται από την άνοδο των εκτιμώμενων κερδών σε ιστορικό υψηλό. Το ΑΕΠ της Ινδίας αυξήθηκε σε ετήσια βάση στο δ' τρίμηνο κατά 8,4%, καταδεικνύοντας ότι η οικονομία διατηρεί ισχυρή δυναμική. Προβληματίζει το ενδεχόμενο επιδείνωσης των σχέσεων της Κίνας με τις ΗΠΑ. Αβέβαιη η αποτελεσματικότητα των μέτρων στήριξης της οικονομίας που λαμβάνει η Κίνα. Ωστόσο, η τιμή/αναμενόμενα κέρδη του δείκτη MSCI Κίνας (9 φορές) μπορεί μεσοπρόθεσμα να θεωρηθεί σχετικά ελκυστική.

Οι δείκτες MSCI Λ. Αμερικής και Βραζιλίας έχουν υποχωρήσει το τρέχον έτος, μετά την ισχυρή άνοδο που κατέγραψαν το 2023. Αν διατηρηθεί η γενικότερη ενισχυμένη διάθεση για ανάληψη κινδύνου, είναι πιθανόν να ανακάμψουν οι μετοχικές αγορές στη Λ. Αμερική, καθώς είναι ελκυστική η αποτίμηση των δεικτών. Ο μετοχικός δείκτης Βραζιλίας υποαποδίδει το τρέχον έτος, κυρίως λόγω ορισμένων αδύναμων οικονομικών στοιχείων και της ανησυχίας λόγω του υψηλού δημοσιονομικού ελλείμματος. Στήριξη αναμένεται να προσφέρει η απόφαση της Κεντρικής Τράπεζας της Βραζιλίας να προβεί τον Μάρτιο σε μείωση των επιτοκίων στο 10,75% από 11,25%.

### Κύριοι δείκτες αναδυόμενων: Τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών

(οι δείκτες εμφανίζονται κατά σειρά χαμηλότερης τιμής/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών έναντι μ.ο. 10 ετών)



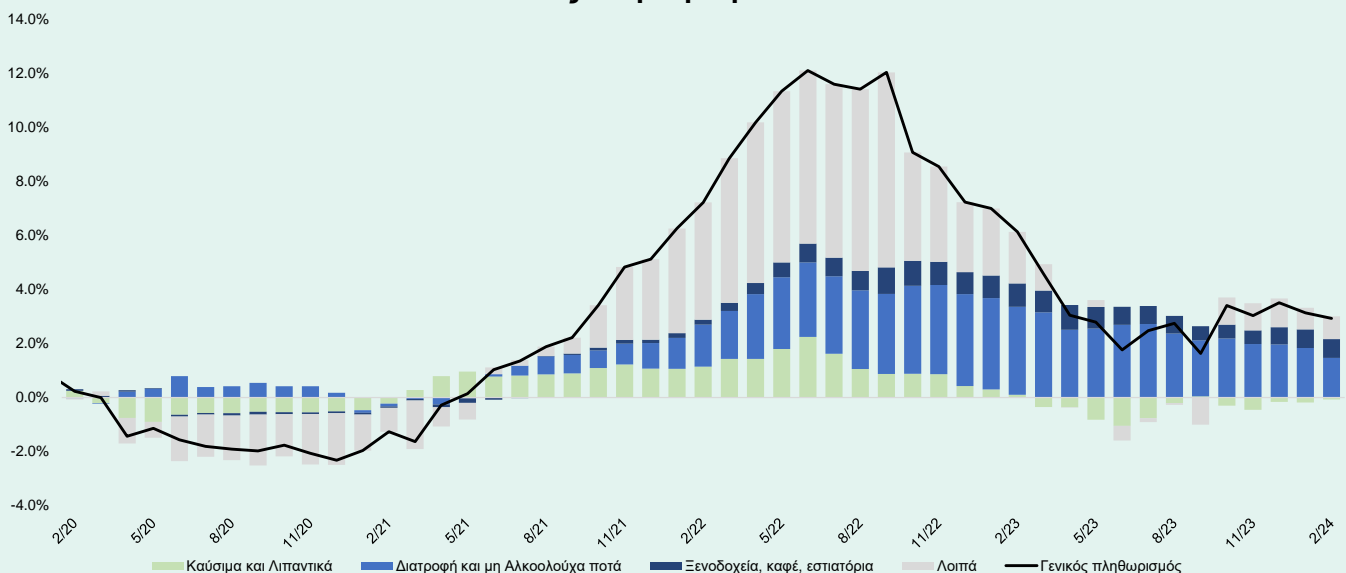
Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών (22/3), Bloomberg

## Ελληνική Οικονομία: Οι υψηλότεροι του μέσου ευρωπαϊκού όρου ρυθμοί ανάπτυξης προσφέρουν αισιοδοξία

Σύμφωνα με την ΕΛΣΤΑΤ, η ελληνική οικονομία το 2023 αναπτύχθηκε με ρυθμό 2%. Με βάση τα αρχικά στοιχεία το ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,2% το δ' τρίμηνο του 2023 σε ετήσια βάση και κατά 0,2% σε τριμηνιαία βάση. Παρά το γεγονός ότι τα μεγέθη ήταν οριακά δυσμενέστερα των εκτιμήσεων, η ελληνική οικονομία συνεχίζει και παρουσιάζει αντοχές και μεγεθύνεται με ρυθμούς υψηλότερους του ευρωπαϊκού μέσου όρου. Σύμφωνα με τις προβλέψεις του Κρατικού Προϋπολογισμού το 2024 ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ θα διαμορφωθεί στο 2,9%, ενώ συντηρητικότερες είναι οι εκτιμήσεις της Ε.Ε. (2,3%). Ο οίκος Moody's διατήρησε αμετάβλητη την αξιολόγηση του σχετικά με το αξιόχρεο της χώρας (Ba1). Η θετική πορεία των δημοσιονομικών εσόδων, τα ευνοϊκά μηνύματα από την πορεία του τουρισμού και η ανθεκτικότητα των οικονομιών σημαντικών εμπορικών εταίρων προσφέρουν αισιοδοξία. Ωστόσο, οι επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής, η αυξημένη ενεργειακή εξάρτηση που καθιστά ευάλωτη την οικονομία σε γεωπολιτικά γεγονότα, ο επίμονος πληθωρισμός και η ανάγκη εντατικότερης απορρόφησης των κονδυλίων από ευρωπαϊκά προγράμματα αποτελούν παράγοντες αβεβαιότητας. Ο πληθωρισμός στην Ελλάδα διαμορφώθηκε τον Φεβρουάριο στο 2,9%, καθώς παρά την αποκλιμάκωση των τιμών ενέργειας, οι τιμές τροφίμων και ορισμένων υπηρεσιών (εστιατόρια-ξενοδοχεία) παραμένουν σε υψηλά επίπεδα.

Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς κρατικού ομολόγου κατέγραψε στις 22 Φεβρουαρίου υψηλό (3,58%) από αρχές Δεκεμβρίου, ωστόσο στη συνέχεια αποκλιμακώθηκε στην περιοχή του 3,4%. Ο δείκτης ASE κατέγραψε στις 4 Μαρτίου υψηλό (1.437,65 μονάδες) από το 2011, καθώς ο συνδυασμός ισχυρών μεγεθών, εκτιμήσεων εταιρικής κερδοφορίας και ανθεκτικότητας της ελληνικής οικονομίας δρουν θετικά στην επενδυτική ψυχολογία. Από την αρχή του έτους εμφανίζει συνολική απόδοση περί το 10%. Παραμένει ελκυστική η αποτίμηση του ελληνικού μετοχικού δείκτη (Forward P/E: 8,3, μέσος όρος 10 ετών: 12). Πρόκληση ωστόσο αποτελούν η εξέλιξη του ρυθμού κερδοφορίας και ο υψηλός πληθωρισμός. Οι κλάδοι της ελληνικής οικονομίας, οι οποίοι αναμένεται να ωφεληθούν από την αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων είναι μεταξύ άλλων οι κατασκευές, οι εταιρείες ενοικιάσεων αυτοκινήτων, οι αεροπορικές και οι ακτοπλοϊκές οι οποίες πλήττονται από αυξημένες χρηματοοικονομικές δαπάνες. Παράλληλα, κυκλικοί κλάδοι της οικονομίας όπως το λιανεμπόριο αναμένεται να ενισχυθούν έμμεσα με την εκτιμώμενη αύξηση της κατανάλωσης. Τα ελληνικά εταιρικά ομόλογα εισηγμένα στο Χ.Α. εξακολουθούν και αποτελούν αξιόπιστη τοποθέτηση είτε για επιλογές μεσοπρόθεσμης διάρκειας είτε για σύντομης λήξης.

### Συνιστώσες πληθωρισμού 2020 – 2024



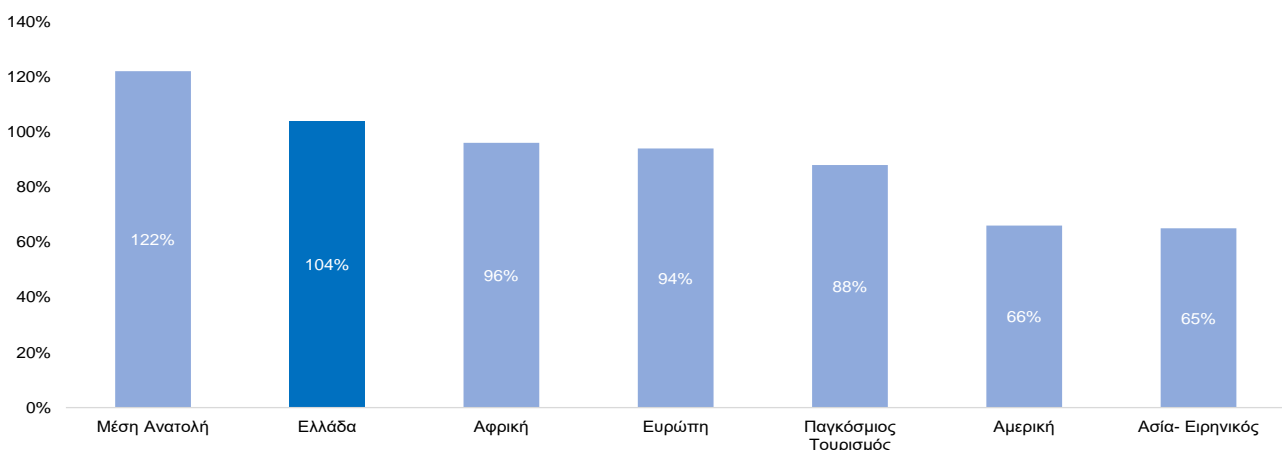
Πηγή Ανάλυση διεθνών αγορών, ELSTAT



## Ποιός κλάδος μπορεί να ξεχωρίσει το 2024 στην Ελλάδα;

Το 2023 αποδείχθηκε μια εξαιρετική χρονιά για τον ελληνικό τουρισμό, καθώς τόσο οι ταξιδιωτικές εισπράξεις (συμπεριλαμβανομένης της κρουαζιέρας), όσο και οι αφίξεις ανήλθαν σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Η μείωση του γεωπολιτικού κινδύνου της χώρας εν μέσω αυξανόμενης αβεβαιότητας, η συνεχιζόμενη ζήτηση για ταξίδια μετά την πανδημία και η ωρίμανση επενδύσεων στον κλάδο οδήγησαν στην καταγραφή των ιστορικών επιδόσεων. Μπορεί και το 2024 να ξεχωρίσει θετικά ο τουρισμός; Θεωρούμε πως ναι, παρά τις προκλήσεις. Η ανθεκτικότητα ανεπτυγμένων δυτικών οικονομιών (ΗΠΑ, Ηνωμένο Βασίλειο, Ευρωζώνη) από τις οποίες προέρχεται η κύρια δεξαμενή των τουριστών παρά τις επιπτώσεις της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής προσφέρει αισιοδοξία. Η άνοδος σε ετήσια βάση των κρατήσεων των αεροπορικών εισιτηρίων, οι προσδοκίες για επέκταση της τουριστικής περιόδου και οι συνεχιζόμενες δράσεις που προκύπτουν από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας δημιουργούν αισιοδοξία ότι ο τουρισμός θα πρωταγωνιστήσει και τη φετινή χρονιά. Η υψηλή βάση του 2023, οι επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής, πιθανά καλύτερη τιμολογιακή πολιτική ανταγωνιστικών προορισμών και η ευαισθησία του κλάδου σε γεωπολιτικά αποτελούν κύριους παράγοντες αβεβαιότητας. Ωστόσο, οι αντοχές του κλάδου σε προηγούμενα επεισόδια, η προσαρμοστικότητα και εμπειρία μονάδων και εργαζομένων παρέχουν στήριξη. Πως μπορεί ο επενδυτής να εκμεταλλευτεί την εκτιμώμενη θετική πορεία του τουρισμού και το 2024; Με άμεσο και έμμεσο τρόπο. Αρχικά, επενδύοντας μέσω ελληνικού χρηματιστηρίου σε κλάδους, των οποίων τα έσοδα και η κερδοφορία τους εξαρτώνται άμεσα από την πορεία του τουρισμού. Αεροπορικές επιχειρήσεις, εταιρείες ενοικίασης αυτοκινήτων και μεταφορών, η ακτοπλοΐα και ξενοδοχειακές μονάδες αποτελούν την κύρια επιλογή των επενδυτών που θέλουν να επωφεληθούν από τη θετική πορεία του τουρισμού. Είτε μέσω μετοχικής έκθεσης, είτε μέσω τοποθετήσεων σε εταιρικά ομόλογα, ο επενδυτής μπορεί να συμμετέχει στην προσδοκώμενη θετική πορεία του τουρισμού. Παράλληλα, επειδή ο τουρισμός συνεισφέρει θετικά άμεσα και έμμεσα με την αλληλεπίδραση του με διάφορους τομείς των υπηρεσιών και βιομηχανίας στο ΑΕΠ, ο αντίκτυπος αντανακλάται και διαχέεται και σε άλλους κλάδους. Η ενίσχυση του ΑΕΠ στηρίζει τα μακροοικονομικά μεγέθη ευνοώντας τον τραπεζικό κλάδο και άλλους κυκλικούς τομείς (λιανικό εμπόριο, εταιρείες διύλισης) και βελτιώνει τη δημοσιονομική εικόνα της χώρας, καθιστώντας ελκυστικότερες τις επενδύσεις σε κρατικά ομόλογα.

### Ποσοστό ανάκαμψης Διεθνών Τουριστικών Αφίξεων 2023 συγκριτικά με το 2019



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Παγκόσμιος Οργανισμός Τουρισμού

## Πετρέλαιο- Τιμές Ενέργειας

Η τιμή πετρελαίου διατηρεί την ανοδική δυναμική που ξεκίνησε από τις αρχές του έτους. Στις 19 Μαρτίου σημείωσε υψηλό (\$83,85/βαρέλι) από τον Οκτώβριο, καθώς επιθέσεις σε ρωσικά διυλιστήρια και η προσαρμογή της Ρωσίας στις εθελοντικές περικοπές του ΟΠΕΚ ενίσχυσαν την τιμή. Θετικά επηρεάζουν την τιμή η ανθεκτικότητα των δυτικών οικονομιών, κυρίως των ΗΠΑ και οι αναθεωρημένες προβλέψεις της Διεθνούς Επιτροπής Ενέργειας για τη ζήτηση το 2024. Η ισχυρή αγορά εργασίας στηρίζει τις μετακινήσεις και τροφοδοτεί αυξημένη ζήτηση. Παράλληλα, οι μειώσεις επιτοκίων από Κεντρικές Τράπεζες αναμένεται να ενισχύσουν την κατανάλωση. Η συνεχιζόμενη γεωπολιτική αβεβαιότητα, αν και δεν οδηγεί σε διατηρήσιμη άνοδο την τιμή καθώς δεν παρατηρείται σημαντική κλιμάκωση, συντηρεί την ανοδική δυναμική. Τέλος, η βούληση των χωρών μελών του ΟΠΕΚ+ παρά τις όποιες διαφωνίες να προσαρμόσουν τα επίπεδα παραγωγής τους προκειμένου να στηρίξουν την τιμή συντηρεί την ανοδική τάση. Ωστόσο, προβληματισμό προκαλούν η ζήτηση στην Κίνα και η αυξημένη παραγωγή στις ΗΠΑ. Παραμένουμε θετικοί για τη μεσοπρόθεσμη πορεία του πετρελαίου, συστήνοντας ενίσχυση θέσεων σε περιπτώσεις διόρθωσης. Αντίσταση στα \$86/βαρέλι και στα \$90,78/βαρέλι (υψηλό 10/23). Στήριξη εμφανίζεται στα \$78,6/βαρέλι (ΚΜΟ 200 ημερών) και στα \$71,4/βαρέλι (χαμηλό 5/2). Η τιμή ΣΜΕ ευρωπαϊκού φυσικού αερίου υποχώρησε τον Φεβρουάριο (-17,76%), καθώς τα ποσοστά επάρκειας στην Ευρωζώνη παραμένουν υψηλότερα του εποχιακού μέσου όρου των τελευταίων πέντε ετών εξαιτίας και των ήπιων καιρικών συνθηκών. Ωστόσο, παραμένει ευαίσθητη σε γεωπολιτικές αναταραχές.

## Χρυσός – Βασικά Μέταλλα

Οι αγορές από Κεντρικές Τράπεζες και η γεωπολιτική αβεβαιότητα οδήγησαν την τιμή χρυσού να καταγράψει ιστορικό υψηλό (\$2.231,83/ουγγιά) στις 28 Μαρτίου. Μετά τον πόλεμο στην Ουκρανία και την κατάσχεση περιουσιακών στοιχείων της Ρωσίας, αρκετές Κεντρικές Τράπεζες αναδυόμενων χωρών προσπαθώντας να διαφοροποιήσουν τον συναλλαγματικό τους κίνδυνο έχουν ενισχύσει σημαντικά τις αγορές χρυσού. Η τιμή χρυσού τείνει να αυξάνεται όταν τα πραγματικά επιτόκια

παρουσιάζουν υποχώρηση, επομένως σε περίπτωση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και μείωσης των επιτοκίων θα επηρεαστεί θετικά. Αναγνωρίζουμε τον αντισταθμιστικό ρόλο του χρυσού στα χαρτοφυλάκια, ιδιαίτερα λόγω γεωπολιτικών εντάσεων, ωστόσο θεωρούμε ότι είναι κατάλληλη η κατοχύρωση κερδών μετά τα ιστορικά υψηλά.

## Ισοτιμία ευρώ/δολάριο

Η ισοτιμία παραμένει σε αναζήτηση κατεύθυνσης σταθμίζοντας τις εκτιμήσεις για τις μειώσεις επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες. Η προθεσμιακή αγορά εκτιμά ότι τόσο η Fed όσο και η ΕΚΤ θα προχωρήσουν σε μειώσεις επιτοκίων το 2024. Ωστόσο, η ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στην Ευρωζώνη και η αδυναμία ορισμένων μακροοικονομικών μεγεθών της ενισχύουν την εκτίμηση ότι πιθανώς η ΕΚΤ να κινηθεί νωρίτερα από τη Fed στη μείωση των επιτοκίων. Ακόμα και να μην επιβεβαιωθεί το ενδεχόμενο αυτό, η υπεροχή της αμερικανικής οικονομίας, όπως καταδεικνύεται από την ισχυρή αγορά εργασίας αλλά και την αντοχή των καταναλωτών στηρίζει το δολάριο. Εκτιμούμε ότι η ισοτιμία βραχυπρόθεσμα θα κινηθεί εντός εύρους τιμών (\$1,07 - \$1,11) με πιθανότερη προσέγγιση του κατώτερου επιπέδου. Πιθανή αναζωπύρωση των γεωπολιτικών εντάσεων και επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος αναμένεται να ενισχύσουν το δολάριο. Ωστόσο, οι ανησυχίες για τη δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ αναμένεται να επιστρέψουν στο προσκήνιο, καθώς το 2024 είναι εκλογική χρονιά. Μεσοπρόθεσμα αναμένεται ήπια ανοδική τάση για το ευρώ, καθώς η οικονομία της Ευρωζώνης αναμένεται να ανακάμψει το 2025 και η επιτοκιακή υπεροχή του δολαρίου να περιορισθεί.

## Ισοτιμία στερλίνα/δολάριο

Ο πληθωρισμός στο Ηνωμένο Βασίλειο κατέγραψε τον Φεβρουάριο χαμηλό (3,4%) από τον Σεπτέμβριο του 2021. Η Τράπεζα της Αγγλίας διατήρησε αμετάβλητο το βασικό της επιτόκιο στη σύσκεψη του Μαρτίου. Διατηρούμε επιφυλακτική στάση για τη στερλίνα, καθώς ολοένα και περισσότερα μέλη της Τράπεζας της Αγγλίας τάσσονται υπέρ χαλαρότερης νομισματικής πολιτικής και η δημοσιονομική κατάσταση παραμένει ευάλωτη. Στήριξη για την ισοτιμία εντοπίζεται στην περιοχή των \$1,259 (ΚΜΟ 200 ημερών) και \$1,25 ενώ αντίσταση στα \$1,3000.

## Θεματικές επιλογές: Οι επενδύσεις στην κυβερνοασφάλεια εμφανίζονται ελκυστικές στο σύνθετο περιβάλλον

Οι επενδύσεις στην κυβερνοασφάλεια αποτελούν ελκυστική θεματική επιλογή στο σύγχρονο σύνθετο και διαρκώς μεταβαλλόμενο γεωπολιτικό περιβάλλον επηρεάζοντας ολοένα και περισσότερο τη δημόσια και ιδιωτική ζωή. Οι επιθέσεις σε κρατικές υπηρεσίες, ενεργειακές υποδομές, επιχειρήσεις, η βιομηχανική κατασκοπεία και οι απειλές που αντιμετωπίζουν όλοι οι χρήστες κινητών τηλεφώνων και προσωπικών υπολογιστών καθημερινά ακόμα και για απλές χρήσεις αντικατοπτρίζουν το εύρος της ευαλωτότητας και αντανακλούν τη σημασία της κυβερνοασφάλειας. Η πρόσφατη κυβερνοεπίθεση σε κρατικές υπηρεσίες στη Γαλλία οδηγεί την Ε.Ε. να επισπεύσει το σύστημα πρόληψης, το οποίο θα ανατεθεί σε ευρωπαϊκό δίκτυο έξι ή επτά κυβερνοκόμβων. Εξοπλισμένοι με υπερυπολογιστές και με συστήματα τεχνητής νοημοσύνης που θα λειτουργούν με βάση το μοντέλο του συστήματος δορυφόρων Galileo, το δίκτυο προστασίας καταδεικνύει τη σημασία των επενδύσεων σε κυβερνοασφάλεια. Στο πλαίσιο αυτό έχουν προβλεφθεί δράσεις και από το Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας, ώστε να επωφεληθούν και σε εθνικό επίπεδο τα κράτη μέλη. Στις ΗΠΑ, η αποτυχημένη προσπάθεια της ρωσικής ομάδας Nobelium εναντίον της Microsoft, κυβερνοεπιθέσεις σε εταιρείες παροχής ύδρευσης και πετρελαίου, καθώς και οι επενδύσεις \$20 δισ. σε βάθος πενταετίας για την ασφάλεια αμερικανικών λιμανιών υποδηλώνουν την αδήριτη ανάγκη προστασίας υποδομών από κακόβουλες ψηφιακές

επιθέσεις. Οι επενδύσεις των εταιρειών που σχετίζονται με την τεχνητή νοημοσύνη στην κυβερνοασφάλεια ενισχύονται με την Microsoft να διαθέτει από 1 Απριλίου 2024 τον ψηφιακό AI βοηθό (Microsoft Copilot for security). Το 2024 αναμένεται μια χρονιά πλούσια σε εκλογικές αναμετρήσεις παγκοσμίως με κυριότερη των ΗΠΑ και το προηγούμενο καταγγελιών για παρεμβάσεις στη διαδικασία καθιστά τη θωράκιση έναντι ψηφιακών παρεμβάσεων επιτακτική. Η εξάρτηση από τα κοινωνικά δίκτυα και προβλήματα που αντιμετωπίζουν τακτικά οι εφαρμογές καταδεικνύουν τη σημασία της κυβερνοασφάλειας στην κοινωνική ζωή αλλά ενδεχομένως και στα συστήματα πληρωμών που αυτές χρησιμοποιούν. Παράλληλα, οι Ολυμπιακοί Αγώνες στο Παρίσι την τρέχουσα χρονιά αποτελούν στοίχημα για την ασφάλεια τόσο σε φυσικό, όσο και ψηφιακό επίπεδο. Τέλος διεθνείς οργανισμοί όπως το ΔΝΤ ανέφεραν περιπτώσεις κυβερνοεπίθεσης, ενώ εκτιμάται πως υπάρχουν και άλλοι οργανισμοί οι οποίοι αντιμετωπίζουν αλλά δεν ανακοινώνουν τέτοιου είδους απειλές.

Ο δείκτης Nasdaq Cybersecurity εμφανίζει συνολική απόδοση περί το 5% από την αρχή του έτους. Οι εκτιμήσεις για τον ρυθμό ανάπτυξης της κερδοφορίας τους επόμενους 12 μήνες διαμορφώνονται περί το 15% και ο δείκτης τιμής προς αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι χαμηλότερος (24,2) του μέσου όρου των τελευταίων 10 ετών (27,8).

### 10 κυριότερα ζητήματα – τάσεις κυβερνοασφάλειας μέχρι το 2030



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, European Union Agency for Cybersecurity

## Προοπτική Διεθνών Αγορών και Μακροοικονομικών Μεγεθών

Τρέχον: τιμή κλεισίματος στις 26 Μαρτίου 2024

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 (%)		
	*2024	*2025
ΗΠΑ	2,1	1,7
Ευρωζώνη	0,6	1,3
Μ. Βρετανία	0,7	1,2
Ιαπωνία	1,0	1,0
Κίνα	4,7	4,2

\*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Φεβρουάριος 2024

Αγορά Συναλλάγματος				
	Τρέχον	Q2 24	Q3 24	Q1 25
EUR/USD	1,0830	1,0800	1,0900	1,1300
USD/JPY	151,60	148,00	145,00	142,00
GBP/USD	1,2630	1,2500	1,2600	1,2800
USD/CHF	0,9040	0,8900	0,8800	0,8700

Πληθωρισμός (%)		
	*2024	*2025
ΗΠΑ	2,2	2,0
Ευρωζώνη	2,6	2,2
Μ. Βρετανία	2,8	2,4
Ιαπωνία	2,6	2,0
Κίνα	1,0	1,5

\*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Φεβρουάριος 2024

Αγορά Κρατικών Ομολόγων (απόδοση στη λήξη 10ετούς ομολόγου %)		
	Τρέχον	Δεκ. 24
ΗΠΑ	4,23	3,90
Γερμανία	2,35	2,10
Μ. Βρετανία	3,97	3,80
Ιαπωνία	0,74	1,00

Επιτόκιο Κεντρικής Τράπεζας (%)		
	Τρέχον	Σε 12 μήνες
Fed (άνω εύρος)	5,50	4,50
ΕΚΤ (καταθέσεων)	4,00	3,00
Τράπεζα Αγγλίας	5,25	4,00
Τράπεζα Ιαπωνίας	0,10	0,50

Αγορά Εμπορευμάτων και Ενέργειας		
	Τρέχον	Δεκ. 24 (εκτ. Bloomberg)
WTI	\$81,60	\$80,00
Gold	\$2.179	\$2.100
Copper	\$8.862	\$8.970

Μετοχικοί Δείκτες					
	Τρέχον	**Δεκ. 24	Συνολική απόδοση 3 μηνών	Συνολική απόδοση 1 έτους	Συνολική απόδοση 3 ετών
S&P 500	5.203	5.100	9,8%	33,1%	37,1%
Stoxx 600	511	500	7,8%	20,2%	31,9%
Nikkei	40.398	-	21,8%	50,7%	47,0%
MSCI EM	1.040	-	5,3%	10,3%	-13,2%

\*\*Διάμεσος εκτίμηση αναλυτών (Bloomberg).

## Κατανομή Επενδύσεων: Το επενδυτικό σκηνικό ευνοεί τα ελαφρώς υπερεπενδεδυμένα χαρτοφυλάκια

Οι βασικές επενδυτικές κατηγορίες αναμένεται να παρουσιάσουν ικανοποιητικές αποδόσεις μεσοπρόθεσμα, παρά τις πιθανές βραχυπρόθεσμες αναταράξεις. Οι ανταχές της παγκόσμιας οικονομίας σε συνδυασμό με την αποκλιμάκωση του πληθωρισμού ευνοούν μετοχές με ποιοτικά χαρακτηριστικά και επενδύσεις σε ομόλογα.

**Μετοχές:** Ελαφρώς υπέρβαρη η στάθμιση στις μετοχικές αγορές. Η ισχυρή κερδοφορία στις ΗΠΑ δικαιολογεί ελαφρώς υπέρβαρη στάθμιση. Παράγοντας στήριξης μεσοπρόθεσμα η ανθεκτική οικονομία στις ΗΠΑ όπως αυτό αντανακλάται σε στοιχεία απασχόλησης και κατανάλωσης. Στήριξη και από την εκτίμηση ότι οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων θα είναι σχετικώς ήπιες μεσοπρόθεσμα. Δεν μπορεί να αποκλεισθεί βραχυπρόθεσμη διόρθωση, καθώς η τιμή/αναμενόμενα κέρδη του δείκτη S&P 500 είναι υψηλή συγκριτικά με το πρόσφατο παρελθόν. Ουδέτερη η στάθμιση στην Ευρώπη. Αδύναμη η οικονομική δραστηριότητα και κίνδυνοι στο γεωπολιτικό περιβάλλον. Σημειώνεται ωστόσο, ότι ο δείκτης Stoxx 600 ευνοείται από την ελκυστική αποτίμηση. Ελαφρώς υπέρβαρη η στάθμιση σε Ιαπωνία μεσοπρόθεσμα, με στήριξη από την ανάκαμψη της κερδοφορίας και τις χαμηλές αποδόσεις στη λήξη ιαπωνικών κρατικών ομολόγων. Ελαφρώς υπόβαρη η στάθμιση στις αναδυόμενες αγορές, κυρίως λόγω προβληματισμού για τη δυναμική της αγοράς της Κίνας. Μεσοπρόθεσμα ο δείκτης MSCI αναδυόμενων αγορών μπορεί να ευνοηθεί αν δεν σημειωθεί σημαντική ενίσχυση του δολαρίου, καθώς έχει ελκυστική αποτίμηση. Η Ινδία και η Ελλάδα συνεχίζουν σε ανοδική τάση.

**Ομόλογα:** Παραμένει η υπερέκθεση σε κρατικά ομόλογα ανεπτυγμένων οικονομιών κυρίως λόγω του υψηλού

επιτοκιακού εσόδου και της εκτίμησης ότι θα παρουσιάσουν κεφαλαιακή υπεραξία όταν ξεκινήσουν οι μειώσεις επιτοκίων. Οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα προσφέρουν επίσης αντιστάθμιση σε περίπτωση που ενισχυθούν οι καθοδικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία. Ιδανικό θεωρείται το τρέχον οικονομικό περιβάλλον για τις επενδύσεις σε εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης, καθώς οι ισολογισμοί των εταιρειών είναι ισχυροί, η εταιρική κερδοφορία ενισχύεται και οι Κεντρικές Τράπεζες εκτιμάται ότι θα προχωρήσουν σε μειώσεις επιτοκίων στο β' εξάμηνο του έτους. Στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων (HY), η αποτίμησή τους θεωρείται υπερτιμημένη. Καλύτερη αναμένεται η προοπτική των ομολόγων σε ευρώ έναντι σε δολάριο και ελκυστικά είναι τα ομόλογα HY βραχυπρόθεσμης διάρκειας. Ουδέτερη η στάθμιση για ομόλογα αναδυόμενων αγορών. Οι αποφάσεις ορισμένων Κεντρικών Τράπεζες αναδυόμενων οικονομιών αναμένεται να υποστηρίξουν.

**Εναλλακτικές επενδύσεις:** Ελαφρώς υπέρβαρη στάθμιση για την τιμή πετρελαίου, καθώς η ανθεκτικότητα των οικονομιών στηρίζει την κατανάλωση. Οι περικοπές στην προσφορά από τον ΟΠΕΚ+ και η διατήρηση της γεωπολιτικής αβεβαιότητας ενισχύουν την ανοδική δυναμική. Διατηρούμε επιφυλακτική στάση για τις τιμές των βασικών μετάλλων, καθώς η ζήτηση από την Κίνα παραμένει υποτονική. Ουδέτεροι για την τιμή χρυσού μετά την πρόσφατη ανοδική του κίνηση. Υπόβαρη στάθμιση σε εναλλακτικές στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου, καθώς οι επιλογές των μετρητών ή επιλεγμένων κατηγοριών ομολόγων εμφανίζονται ελκυστικότερες στην παρούσα συγκυρία.

**Ρευστότητα:** Ελαφρώς υπόβαρη η στάθμιση σε ρευστότητα.

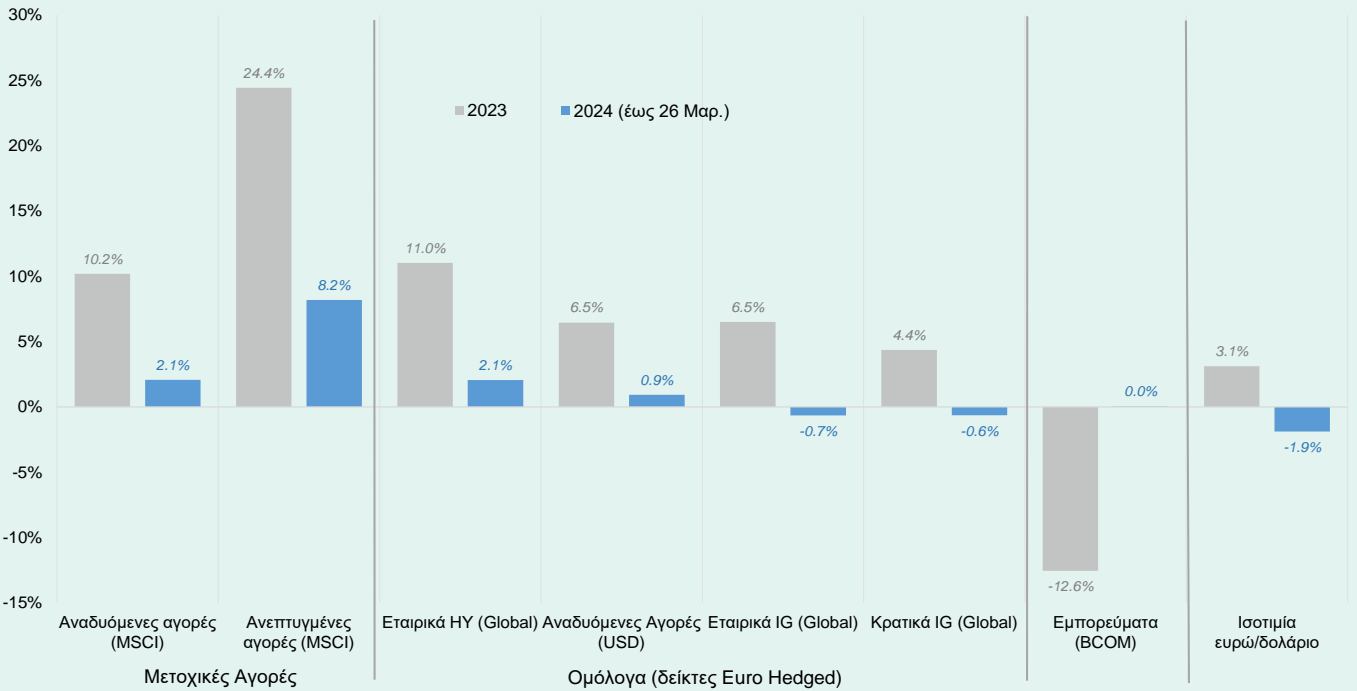
### Ενδεικτική Κατανομή Επενδύσεων για μεσοπρόθεσμο ορίζοντα

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



## Αποδόσεις βασικών επενδυτικών κατηγοριών

### Συνολική απόδοση σε τοπικά νομίσματα επενδυτικών κατηγοριών 2024



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Το α' τρίμηνο του έτους κύριες μετοχικές αγορές παρουσίασαν νέα ιστορικά υψηλά. Ο κλάδος τεχνολογίας πρωταγωνίστησε, καθώς ήταν καλύτερα των αναμενομένων τα εταιρικά μεγέθη και παραμένει η αισιοδοξία ότι οι εφαρμογές της τεχνητής νοημοσύνης θα συνεχίζουν να ενισχύουν τη δυναμική των αποτελεσμάτων. Μικτή εικόνα παρουσιάζει η ομολογιακή κατηγορία. Καλύτερη εικόνα παρουσίασαν τα εταιρικά ομόλογα υψηλής απόδοσης λόγω της βελτίωσης των εταιρικών μεγεθών και της ενίσχυσης της διάθεσης για ανάληψη κινδύνου. Η τιμή πετρελαίου σημείωσε αξιοσημείωτη ενίσχυση το πρώτο τρίμηνο, καθώς η ανθεκτικότητα των οικονομιών, η γεωπολιτική αβεβαιότητα και οι περικοπές στην παραγωγή από τον ΟΠΕΚ ενίσχυσαν τη δυναμική του. Ωστόσο, οι τιμές φυσικού αερίου υποχώρησαν, καθώς η ζήτηση μειώνεται.

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

Για να διαβάσετε την τριμηνιαία αναφορά σε μορφή [Infographic](#)

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

Πάνος Ρεμούνδος

panos.remoundos@alpha.gr

Κων/νος Αναθρεπτάκης, CFA

konstantinos.anathreptakis@alpha.gr

Μαρία Κουτουζή

maria.koutouzi@alpha.gr

Ιωάννης Κουραβέλος, CFA

ioannis.kouravelos@alpha.gr

Νικόλαος Σακαρέλης

nikolaos.sakarelis@alpha.gr

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