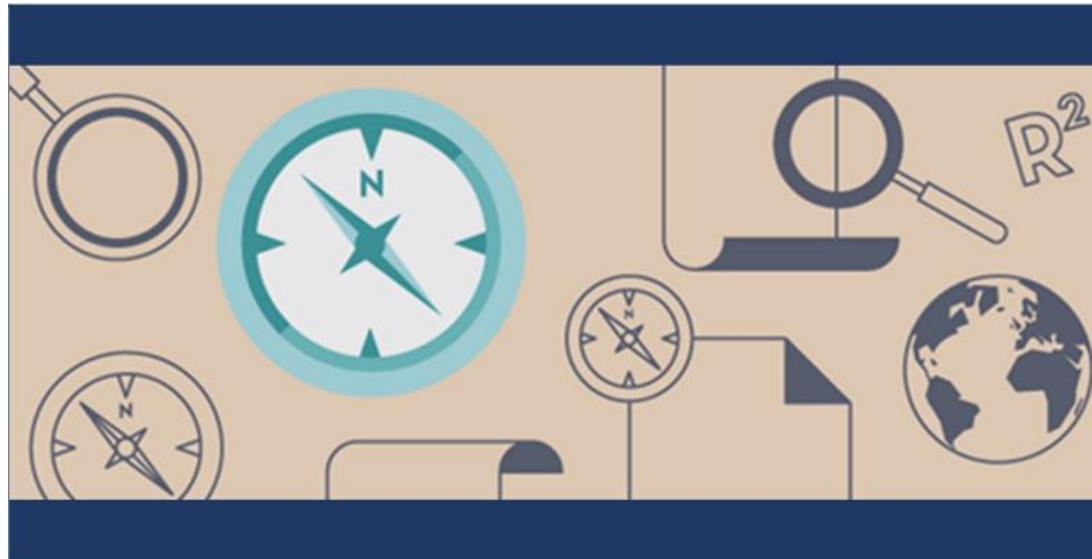


# NAVIGATOR Update

## Ανάλυση Διεθνών Αγορών

28 Αυγούστου 2023

ΔΙΕΥΘΥΝΣΗ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΩΝ ΧΑΡΤΟΦΥΛΑΚΙΩΝ



- Η διαφαινόμενη διατήρηση των επιτοκίων υψηλά για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα για την οικονομική δυναμική και η εποχικότητα δικαιολογούν επιφυλακτική επενδυτική προσέγγιση τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα
- Οι αυξημένες πραγματικές αποδόσεις ενισχύουν την ελκυστικότητα των κρατικών ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας
- Βραχυπρόθεσμη διόρθωση στις μετοχικές αγορές αν διατηρηθούν υψηλές οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων. Στήριξη μεσοπρόθεσμα στις κύριες αγορές από την εκτιμώμενη ήπια ανάκαμψη εταιρικών κερδών και την ανθεκτικότητα των οικονομιών
- Διατηρούμε τη θετική στάση μας για την ισοτιμία ευρώ/δολάριο μεσοπρόθεσμα, παρά τις βραχυπρόθεσμες πιέσεις

# Υψηλότερα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα τα επιτόκια, με συχνές εναλλαγές στην επενδυτική διάθεση

Παρότι ο ανοδικός κύκλος των επιτοκίων σημαντικών Κεντρικών Τραπεζών, όπως της Fed και της ΕΚΤ ολοκληρώνεται, διαφαίνεται ότι τα επιτόκια θα διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Η αναπροσαρμογή προς το ορθολογικότερο των προσδοκιών της αγοράς αναφορικά με τη νομισματική πολιτική κυρίως της Fed σε συνδυασμό με την υποβάθμιση της πιστοληπτικής ικανότητας των ΗΠΑ από τον οίκο αξιολόγησης Fitch ανατροφοδότησαν την άνοδο των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων, περιορίζοντας την ελκυστικότητα των μετοχικών αγορών.

Η πλειονότητα των συμμετεχόντων στις διεθνείς αγορές δεν τιμολογεί πλέον μείωση των επιτοκίων της Fed εντός του τρέχοντος έτους αλλά από τα μέσα του 2024. Παρότι ο πληθωρισμός συνεχίζει να παρουσιάζει σταδιακή αποκλιμάκωση, κυρίως ο δομικός διατηρείται σε μη ανεκτά υψηλά επίπεδα. Η επιμονή του πληθωρισμού σε συνδυασμό με τη σχετική ανθεκτικότητα των οικονομιών κυρίως των ΗΠΑ αλλά και της Ευρωζώνης, καθιστούν αναγκαία τη διατήρηση της συσταλτικής νομισματικής πολιτικής.

Το ενδεχόμενο οικονομικής επιβράδυνσης σημαντικών οικονομιών παραμένει πιθανό, καθώς η συσταλτική νομισματική πολιτική αποτυπώνεται με χρονική υστέρηση στην πραγματική οικονομία και οι πλεονάζουσες αποταμιεύσεις εξαντλούνται.

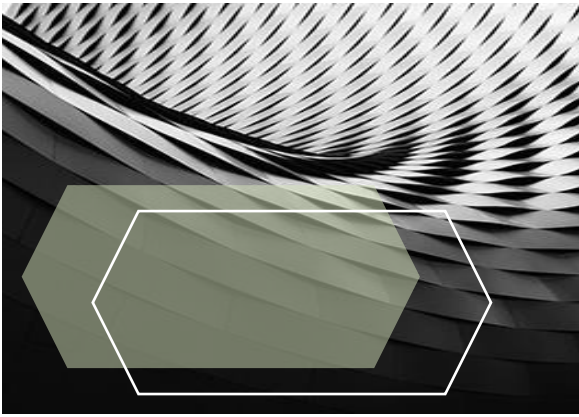
Τα μακροοικονομικά στοιχεία καταδεικνύουν ότι ο τομέας μεταποίησης παραμένει σε επίπεδα συρρίκνωσης της οικονομικής δραστηριότητας και παράλληλα ο τομέας υπηρεσιών ο οποίος έχει επιδείξει σχετική ανθεκτικότητα, υποχώρησε επίσης σε σημαντικές ευρωπαϊκές οικονομίες σε επίπεδα οικονομικής επιβράδυνσης. Ωστόσο, το πιθανότερο σενάριο αποτελεί ότι στην περίπτωση που δεν αποφευχθεί, η ύφεση στην Ευρωζώνη θα είναι ήπια.

Η σημαντική άνοδος των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων κυρίως στις ΗΠΑ σε συνδυασμό με τη σχετικά περιορισμένη συναλλακτική δραστηριότητα λόγω της θερινής περιόδου, ενίσχυσαν τη νευρικότητα και κατέστησαν τους επενδυτές πιο διστακτικούς για τοποθετήσεις στη μετοχική κατηγορία. Αξίζει να επισημάνουμε ότι ιστορικά τους μήνες Αύγουστο και Σεπτέμβριο σημειώνονται οι μεγαλύτερες ρευστοποιήσεις στη μετοχική αγορά.

Πιθανή περαιτέρω διόρθωση στη μετοχική αγορά, θα μπορούσε να αξιοποιηθεί ως ελκυστικό σημείο εισόδου και αύξησης τοποθετήσεων, καθώς μεσοπρόθεσμα εκτιμούμε ότι η μετοχική κατηγορία θα κινηθεί ανοδικά, υπό την προϋπόθεση ότι θα επιβεβαιωθεί το βασικό σενάριο ότι κύριες οικονομίες θα αποφύγουν την ύφεση και τα εταιρικά μεγέθη θα ανακάμψουν.

## **Επιφυλακτική επενδυτική προσέγγιση βραχυπρόθεσμα. Σταδιακή διαμόρφωση ελκυστικών επιπέδων για μεσοπρόθεσμες τοποθετήσεις.**

Η συνεχιζόμενη οικονομική αβεβαιότητα σε συνδυασμό με την περιορισμένη ελκυστικότητα της μετοχικής κατηγορίας και τη μη ευνοϊκή εποχικότητα, δικαιολογούν επιφυλακτική επενδυτική προσέγγιση. Ωστόσο, λόγω ανθεκτικότητας της οικονομίας, κατάλληλο κρίνουμε έναν συνδυασμό αμυντικών επενδυτικών τοποθετήσεων με ορισμένες επιθετικότερες επιλογές υψηλής ποιότητας. Προτιμητέα επιλογή οι επενδύσεις σταθερού εισοδήματος. Η διαφανόμενη κορύφωση των αυξήσεων των επιτοκίων αναμένεται να ενισχύσει την ελκυστικότητα ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας και του χρυσού, τα οποία προσφέρουν αντιστάθμιση στο χαρτοφυλάκιο. Ελκυστικές κρίνουμε επίσης, θεματικές επιλογές που σχετίζονται με τον τομέα των υποδομών.



## Ομόλογα

*Οι αυξημένες πραγματικές αποδόσεις ενισχύουν την ελκυστικότητα των κρατικών ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας*

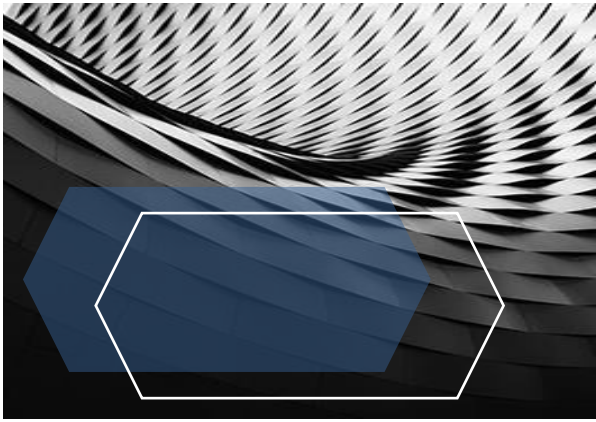
Η ενίσχυση της εκτίμησης ότι τα επιτόκια των Κεντρικών Τραπεζών θα διατηρηθούν σε υψηλά επίπεδα για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από ό,τι αναμενόταν συνέβαλε στην υποχώρηση των τιμών κρατικών ομολόγων. Η απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου ΗΠΑ ανήλθε στις 22 Αυγούστου σε υψηλό (4,36%) από το 2007. Επίσης, ανοδικά επηρέασε τις αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων η υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ΗΠΑ από τον οίκο Fitch σε AA+ (με σταθερή προοπτική) από AAA. Η εκτίμηση ότι τα ελλείμματα θα παραμείνουν υψηλά για τα επόμενα τρία έτη αυξάνει ελαφρώς τον κίνδυνο χώρας. Αξίζει να αναφέρουμε ότι οι εκδόσεις κρατικών ομολόγων θα είναι αυξημένες, ενώ η Fed συνεχίζει να μειώνει το ύψος του ισολογισμού της κάθε μήνα (κρατικά ομόλογα: \$60 δισ., MBS: \$35 δισ.), επομένως η πλεονάζουσα προσφορά συντηρεί τις πιέσεις στις τιμές ομολόγων. Ωστόσο, η πραγματική απόδοση στη λήξη (ονομαστική απόδοση – εκτιμώμενος πληθωρισμός) του 10ετούς κρατικού ομολόγου στις ΗΠΑ διαμορφώνεται σε υψηλό (1,9%) από το 2009, καθιστώντας ελκυστική επιλογή τα κρατικά ομόλογα σε περίπτωση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού και διατήρησης της αβεβαιότητας για την προοπτική της οικονομίας.

Παρά την επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος και την ενίσχυση της ανησυχίας για τη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας τον Αύγουστο, οι τιμές των ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας παρουσίασαν υποχώρηση (Global Aggregate Euro Hedged: -1%) με τη συνολική απόδοση από την αρχή του έτους να είναι οριακά θετική (0,7%). Από την αρχή του έτους, τα μέσα χρηματαγοράς έχουν παρουσιάσει καλύτερη απόδοση συγκριτικά με τα ομόλογα, ωστόσο τα ομόλογα με μεσοπρόθεσμη διάρκεια αναμένεται να υπεραποδώσουν μετά το γ' τρίμηνο, καθώς οι αγορές θα τιμολογούν μειώσεις επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες το 2024. Η Fed στη σύσκεψή της τον Ιούλιο αποφάσισε αύξηση του

επιτοκίου κατά 0,25% στο εύρος 5,25%-5,50% στο υψηλότερο επίπεδο από το 2001. Ο Πρόεδρος της Fed στο πλαίσιο του ετήσιου συνεδρίου στο Jackson Hole τόνισε ότι τα υψηλά επιτόκια θα πρέπει να διατηρηθούν έως ότου επιτευχθεί διατηρήσιμη υποχώρηση του πληθωρισμού. Επίσης, δεν απέκλεισε το ενδεχόμενο νέας αύξησης του επιτοκίου αναφοράς σε περίπτωση που το υποστηρίζουν τα οικονομικά δεδομένα. Αξίζει να αναφέρουμε ότι η προθεσμιακή αγορά εκτιμά με πιθανότητα άνω του 60% ότι η Fed θα χρειασθεί να προβεί σε μια ακόμη αύξηση των επιτοκίων στη σύσκεψη του Νοεμβρίου. Η πρώτη μείωση επιτοκίων της Fed εκτιμάται από τα μέσα του 2024.

Η ΕΚΤ προέβη στη σύσκεψή της τον Ιούλιο σε αύξηση του επιτοκίου αναφοράς κατά 0,25% στο 4,25% και επισήμανε ότι οι επόμενες αποφάσεις θα εξαρτηθούν από την εξέλιξη των οικονομικών στοιχείων και θα λαμβάνονται ανά σύσκεψη. Η επιδείνωση των στοιχείων για τον τομέα υπηρεσιών στην Ευρωζώνη και η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού έχουν οδηγήσει σε περιορισμό των εκτιμήσεων για πρόσθετες επιθετικές αυξήσεις επιτοκίων. Κατά την εκτίμησή μας, η ΕΚΤ θα χρειασθεί να προβεί σε μια ακόμα αύξηση των επιτοκίων.

Τα ικανοποιητικά εταιρικά μεγέθη και οι χαμηλές ανάγκες αναχρηματοδότησης χρέους έχουν οδηγήσει το τρέχον έτος σε υπεραπόδοση των εταιρικών ομολόγων υψηλών αποδόσεων. Ωστόσο, η αποτίμησή τους δεν θεωρείται ιδιαίτερα ελκυστική για την τρέχουσα συγκυρία. Οι υψηλές πραγματικές αποδόσεις, η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού και η αβεβαιότητα για τη δυναμική της οικονομίας εκτιμούμε ότι θα οδηγήσουν το επόμενο διάστημα σε περαπόδοση των ομολόγων υψηλής φερεγγυότητας.



## Μετοχές

*Στήριξη μεσοπρόθεσμα από εκτιμώμενη ήπια ανάκαμψη κερδών και την ανθεκτικότητα οικονομιών. Βραχυπρόθεσμη διόρθωση αν διατηρηθούν υψηλές οι αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων. Επιθετικότερες επενδύσεις ευνοούνται μεσοπρόθεσμα, ορισμένες αμυντικές είναι χρήσιμες σε περιόδους βραχυπρόθεσμων αναταράξεων*

Στις ΗΠΑ ο S&P 500 ανήλθε στο υψηλότερο κλείσιμο (31/7) από τον Μάρτιο του 2022, με στήριξη από την αναμενόμενη ανάκαμψη εταιρικής κερδοφορίας και την ήπια ανάπτυξη. Τα εκτιμώμενα κέρδη επομένων 12 μηνών ενισχύονται από τον Φεβρουάριο (2-8/23: 5%), μετά από ήπια πτώση (6/22-2/23: -6%). Η ετήσια πτώση κερδών στο β' τρίμηνο ήταν ηπιότερη (περί το -5%) των εκτιμήσεων (-8%). Από το δ' τρίμηνο εκτιμάται ετήσια ανάκαμψη κερδών (περί το 7%), που ίσως προσεγγίσει τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο (11%) το 2024.

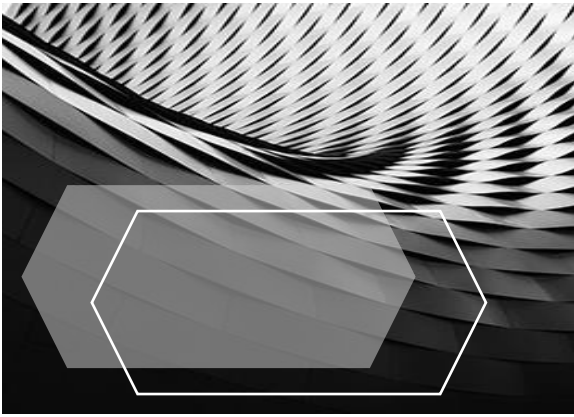
Η μείωση της σχετικής ελκυστικότητας των μετοχών, καθώς αυξημένες είναι οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων, έχει βραχυπρόθεσμο διορθωτικό αντίκτυπο στον αμερικανικό δείκτη μετά την υψηλή απόδοση που κατέγραψε πριν (12/10/22-31/7/23: 30%). Κατά τη βραχυπρόθεσμη διόρθωση, μπορεί να προκύψουν ελκυστικότερα επίπεδα για σταδιακή αύξηση του ποσοστού μετοχικής έκθεσης επενδυτών με ορίζοντα 6-12 μήνες. Η ολοκλήρωση αυξήσεων επιτοκίου Fed πιθανόν συγκρατήσει τις αποδόσεις στη λήξη ομολόγων, στηρίζοντας τις μετοχές μεσοπρόθεσμα.

Κατά την ήπια διορθωτική περίοδο του παγκόσμιου δείκτη S&P Global 1200 (31/7-18/8: -5,3%), ο κλάδος τεχνολογίας έχει διορθώσει (-7,7%), μετά από σημαντική ενίσχυση πριν (12/10/22-31/7/23: 55%). Διορθωτικός ο αντίκτυπος στον επιθετικό κλάδο τεχνολογίας από τη μειωμένη προσφάτως διάθεση για ανάληψη κινδύνου και καθώς η τιμή/αναμενόμενα κέρδη 12 μηνών είναι υψηλή (24 φορές). Τη μεσοπρόθεσμη προοπτική στηρίζει η ανάκαμψη εκτιμώμενων κερδών 12 μηνών σε υψηλό από τον Σεπτέμβριο του 2022. Ο κλάδος ενέργειας διαμορφώνεται σταθεροποιητικά τον Αύγουστο, έχοντας ευνοηθεί στο χρονικό διάστημα που η τιμή πετρελαίου ενισχυόταν. Ο κλάδος ενέργειας μπορεί να επωφεληθεί σε περίπτωση επιδείνωσης γεωπολιτικών, ενώ είναι ευάλωτος αν η τιμή πετρελαίου διορθώσει. Ο κλάδος υγείας, με ορισμένα αμυντικά χαρακτηριστικά, είναι ανθεκτικός τον Αύγουστο (-1,1%). Αμυντικοί κλάδοι είναι ανθεκτικοί σε διόρθωση της αγοράς, όπως είχε συμβεί

προσφάτως (2/2-15/3) όταν ο κλάδος εταιρειών κοινής ωφέλειας ήταν ο δεύτερος ανθεκτικότερος. Τα εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών του κλάδου εταιρειών κοινής ωφέλειας είναι σε υψηλό από το 2008 και η τιμή/αναμενόμενα κέρδη σε χαμηλό (14) δέκα ετών. Ο κλάδος επικοινωνιών, που συνδυάζει αμυντικά και επιθετικά χαρακτηριστικά, μπορεί να ευνοηθεί σε περίπτωση πλευρικής κίνησης της μετοχικής αγοράς.

Στην Ευρώπη, ο Stoxx 600 κατέγραψε ήπιες ρευστοποιήσεις (27/7-18/8: -4,7%), διατηρώντας θετική συνολική απόδοση (9,4%) το 2023. Μετά από πτώση ως τον Ιανουάριο, τα εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών του δείκτη έχουν ανακάμψει σε πολυετές υψηλό, οριακά άνω του Σεπτεμβρίου 2022, στηρίζοντάς τον μεσοπρόθεσμα. Ήπια η τιμή/αναμενόμενα κέρδη (12). Τη μεγαλύτερη διόρθωση καταγράφουν επιθετικοί κλάδοι (α' υλών, αυτοκινήτων), ενώ ανθεκτικός είναι ο κλάδος υγείας (31/7-25/8: 0,2%).

Στις αναδυόμενες, ο δείκτης MSCI διόρθωσε (31/7-21/8: -8,2%), καθώς στην Κίνα η αγορά ακινήτων έχει αποδυναμωθεί, η εταιρεία ανάπτυξης ακινήτων Country Garden κινδυνεύει με πτώχευση, η χρηματοοικονομική εταιρεία Zhongzhi δεν μπόρεσε να προβεί σε πληρωμή υποχρεώσεων από χρημ/κά προϊόντα υψηλού κινδύνου και το κινεζικό νόμισμα έχει αποδυναμωθεί έναντι του δολαρίου. Η μετοχική αγορά Ινδίας είναι ανθεκτική παρά τους υψηλούς δείκτες αποτίμησης. Ήπια η τιμή/αναμενόμενα κέρδη του δείκτη Βραζιλίας (8 φορές). Συνολικά, ο δείκτης αναδυόμενων πιθανόν σταθεροποιηθεί και κινηθεί ήπια ανοδικά μεσοπρόθεσμα, αν δεν αυξηθούν επιπλέον οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων ΗΠΑ και δεν ισχυροποιηθεί το δολάριο. Στην Ελλάδα ο ASE ανήλθε στις 25 Ιουλίου στο υψηλότερο κλείσιμο από τον Απρίλιο του 2014, ενώ μετά διόρθωσε (25/7-18/8: -6,1%). Η ελληνική αγορά στηρίζεται από εκτιμώμενα κέρδη 12 μηνών σε υψηλό 12 ετών. Η μερισματική απόδοση επόμενων 12 μηνών είναι ελκυστικότερη (4,3%) του μέσου όρου δέκα ετών (3,2%).



## Θεματικές και εναλλακτικές επενδύσεις

*Ελκυστικές οι θεματικές επιλογές υποδομών. Ελαφρώς υπόβαρη η στάση για το πετρέλαιο μετά την πρόσφατη άνοδο. Παραμένουμε θετικοί στο χρυσό*

Ελκυστικές εμφανίζονται θεματικές επιλογές που σχετίζονται με τον ευρύτερο τομέα των υποδομών. Οι επενδύσεις σε υποδομές για την ενεργειακή επάρκεια χωρών παρουσιάζουν ανθεκτικότητα στις πληθωριστικές πιέσεις, καθώς αποτελούν προτεραιότητα διαθέτοντας εγγυημένη χρηματοδότηση. Παράλληλα, αποτελούν και λύσεις απέναντι στις επιπτώσεις της κλιματικής αλλαγής (διαχείριση υδάτων, εγχειοβελτιωτικά έργα κ.τ.λ.), γεγονός που επιταχύνει την υλοποίησή τους. Ταυτόχρονα, η κατασκευή υποδομών όπως γεφυρών, λιμανιών, δρόμων κ.α. μπορεί να στηρίξει την απασχόληση, ιδιαίτερα όταν αναμένεται αύξηση της ανεργίας το επόμενο διάστημα. Επενδύσεις από τεχνολογικούς κολοσσούς σε δίκτυα, νέες τεχνολογίες και ψηφιοποίηση δεν αναμένεται να καθυστερήσουν, καθώς ο ανταγωνισμός είναι έντονος, αλλά και το ενδιαφέρον για τον τομέα παραμένει ισχυρό. Η ανάκαμψη του παγκόσμιου τουρισμού αμβλύνει τις συνέπειες της πανδημίας σε λιμάνια, αεροδρόμια κ.τ.λ. Οι γεωπολιτικές εντάσεις αναμένεται να διατηρήσουν το επενδυτικό ενδιαφέρον για πάσης φύσεως υποδομές που θα προσδίδουν ανταγωνιστικό πλεονέκτημα από την τεχνολογία, αεροναυπηγική μέχρι και τις κατασκευές.

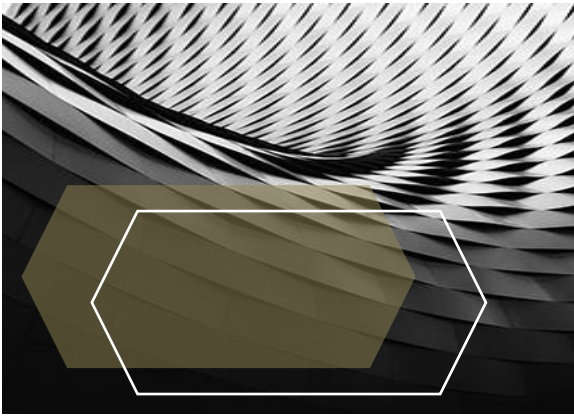
Ο δείκτης S&P Global Infrastructure από την αρχή του έτους υποχωρεί περί το 2,5%, εμφανίζοντας ελκυστικό σημείο εισόδου. Ο δείκτης P/E για τους επόμενους 12 μήνες διαμορφώνεται περί το 14,5, χαμηλότερα από τον μέσο όρο 10 ετών (18,6). Οι περισσότεροι δείκτες του κλάδου εμφανίζουν ικανοποιητική βαθμολογία σε ESG χαρακτηριστικά συγκριτικά με τους ανταγωνιστές τους.

Η τιμή πετρελαίου έχει ενισχυθεί το τελευταίο διάστημα. Η ανησυχία των επενδυτών ότι οι εθελοντικές περικοπές στην προσφορά από Σαουδική Αραβία και Ρωσία θα διαταράξουν την ισορροπία, επηρεάζει ανοδικά την τιμή. Η εκτίμηση της Διεθνούς Επιτροπής

Ενέργειας ότι η ζήτηση διαμορφώθηκε τον Ιούνιο σε ιστορικά υψηλά επίπεδα έδρασε ενισχυτικά στην τιμή. Προβληματισμό ωστόσο προκαλούν η αδύναμη ανάκαμψη της κινεζικής οικονομίας και η αυξημένη παραγωγή πετρελαίου στις ΗΠΑ, η οποία προσέγγισε τα επίπεδα προ πανδημίας.

Στην τρέχουσα συγκυρία διατηρούμε ελαφρώς υπόβαρη στάση για την τιμή πετρελαίου. Οι διαταραχές στην προσφορά έχουν εν πολλοίς ενσωματωθεί στην τιμή, ωστόσο καταδεικνύουν τη διάθεση πετρελαιοπαραγωγών χωρών να στηρίξουν την τιμή. Ο αντίκτυπος που θα έχουν στη ζήτηση οι επιπτώσεις της περιοριστικής πολιτικής Κεντρικών Τραπεζών και η κατάσταση της κινεζικής οικονομίας μας προβληματίζουν για τη διατήρηση της ανοδικής δυναμικής. Βραχυπρόθεσμα, φαινόμενα όπως τυφώνες ή κυκλώνες που ενδεχομένως εμφανιστούν λόγω εποχικότητας αναμένεται να επηρεάσουν την τιμή. Η επαναφορά εξαγωγών από Ιράν και Βενεζουέλα, αν και πολύπλοκο εγχείρημα, αποτελεί πρόκληση μεσοπρόθεσμα. Στήριξη στην τιμή εντοπίζεται στην περιοχή των \$76,3/βαρέλι (ΚΜΟ 200 ημερών) και στα \$73,84/βαρέλι (χαμηλό 17/7), ενώ αντίσταση στα \$84,90/βαρέλι (υψηλό 10/8) και \$88,7/βαρέλι.

Η τιμή spot χρυσού κατέγραψε στις 21 Αυγούστου χαμηλό (\$1.884,89/ουγγιά) από τον Μάρτιο, καθώς παραμένουν υψηλές οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων και ισχυρό το δολάριο. Παραμένουμε θετικοί για τη μεσοπρόθεσμη προοπτική του χρυσού, αναμένοντας ότι η ολοκλήρωση των επιτοκιακών αυξήσεων θα στηρίξει την τιμή. Τονίζουμε παράλληλα τον αντισταθμιστικό ρόλο του χρυσού στα χαρτοφυλάκια, ιδίως ως προς το ενδεχόμενο ύφεσης και γεωπολιτικής αβεβαιότητας.



## Συναλλαγματικές Ισοτιμίες

*Διατηρούμε τη θετική στάση μας για την ισοτιμία ευρώ/δολάριο μεσοπρόθεσμα, παρά τις βραχυπρόθεσμες πιέσεις*

Τις τελευταίες εβδομάδες έχει ενισχυθεί το δολάριο ΗΠΑ, με τον δείκτη DXY να διαμορφώνεται στις 25 Αυγούστου σε υψηλό (104,45) από αρχές Ιουνίου. Η προοπτική της νομισματικής πολιτικής των Κεντρικών Τραπεζών εν μέσω επίμονων πληθωριστικών πιέσεων εξακολουθεί να αποτελεί τον καθοριστικότερο παράγοντα διαμόρφωσης της τάσης κύριων ισοτιμιών.

Η Fed στο πλαίσιο της τιθάσευσης του πληθωρισμού και ιδιαίτερα λόγω του υψηλού δομικού συνεχίζει τη ρητορική περί αυστηρής νομισματικής πολιτικής. Το γεγονός αυτό αποτυπώνεται στις προσδοκίες της αγοράς, η οποία πριν από μερικούς μήνες τιμολογούσε μείωση επιτοκίων μέσα στο τρέχον έτος ενώ πλέον δεν θεωρεί πιθανή μείωση πριν τα μέσα του 2024. Τα στοιχεία για την αγορά εργασίας και τον πληθωρισμό πριν από τη σύσκεψη της Fed στις 20 Σεπτεμβρίου θα είναι καθοριστικά για τη βραχυπρόθεσμη τάση του δολαρίου.

Το επιδεινωμένο επενδυτικό κλίμα και η διαμόρφωση της διαφοράς αποδόσεων στη λήξη 2ετών ομολόγων Γερμανίας - ΗΠΑ σε χαμηλό (-2,03%) από τον Δεκέμβριο του 2022 έχουν πιέσει την ισοτιμία ευρώ/δολάριο σε χαμηλό (25/8: \$1,0766) από τα μέσα Ιουνίου.

Σε περίπτωση πιο επιθετικής στάσης της Fed, περαιτέρω αύξησης των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων ΗΠΑ, επιδείνωσης του επενδυτικού κλίματος, καθώς και ενδεχόμενης διαταραχής της ροής υδρογονοποιημένου φυσικού αερίου στην Ευρώπη, το ευρώ αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά. Στήριξη για την ισοτιμία ευρώ/δολάριο εντοπίζεται στην περιοχή των \$1,0730 και \$1,0635. Αντίσταση εντοπίζεται στην περιοχή των \$1,0930, \$1,1070 και \$1,1150.

Παρά τη βραχυπρόθεσμη υποχώρηση, διατηρούμε τη θετική στάση μας για την ισοτιμία ευρώ/δολάριο μεσοπρόθεσμα. Η Fed είναι πιθανότερο να ξεκινήσει πρώτη τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής από την EKT. Η φύση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ είναι διαφορετική της Ευρώπης και παρά τον επίμονα υψηλό δομικό πληθωρισμό η αποκλιμάκωσή του αναμένεται ταχύτερη στις ΗΠΑ. Η διαπίστωση αυτή αποτυπώνεται στα στοιχεία για τον μήνα Ιούλιο με τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ να διαμορφώνεται στο 3,2% ενώ στην Ευρωζώνη στο 5,3%.

Επίσης, η πρόσφατη υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ΗΠΑ από τον οίκο Fitch, παρότι δεν είχε σημαντική επίπτωση στην αγορά χρήματος, καταδεικνύει τις δημοσιονομικές και πολιτικές προκλήσεις των ΗΠΑ ιδιαίτερα για το 2024.

Η Τράπεζα της Αγγλίας στη σύσκεψή της τον Αύγουστο αύξησε το βασικό επιτόκιο κατά 0,25% στο 5,25%. Ο πληθωρισμός στο Ηνωμένο Βασίλειο αποκλιμακώθηκε τον Ιούλιο σε χαμηλό 17 μηνών (6,8%) ωστόσο παραμένει υψηλός. Σύμφωνα με την αρχική μέτρηση το ΑΕΠ στο Ηνωμένο Βασίλειο το β' τρίμηνο τόσο σε ετήσια, όσο και σε τριμηνιαία βάση υπερέβη τις εκτιμήσεις.

Η ισοτιμία στερλίνα/δολάριο ανήλθε στις 14 Ιουλίου σε υψηλό (\$1,3142) από τον Απρίλιο του 2022, προτού υποχωρήσει σε χαμηλό (25/8: \$1,2548) από τα μέσα Ιουνίου. Στήριξη εντοπίζεται στα \$1,2400 (ΚΜΟ 200 ημερών) ενώ αντίσταση στα \$1,3000 και \$1,3140. Θεωρούμε ως πιθανότερη την πλευρική κίνηση της ισοτιμίας το προσεχές διάστημα μέχρι τα μέσα Σεπτεμβρίου. Στήριξη παρέχει στην ισοτιμία η πολιτική της Τράπεζας της Αγγλίας, η οποία εμφανίζεται πιο αποφασιστική στην καταπολέμηση του πληθωρισμού.

# Κατανομή Επενδύσεων

Η διατήρηση της αβεβαιότητας για τη δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας και η εκτίμηση ότι δεν έχουν ακόμα αποτυπωθεί πλήρως οι αρνητικές επιπτώσεις των υψηλών επιτοκίων δικαιολογούν επιφυλακτική επενδυτική προσέγγιση.

**Μετοχές:** Η ενίσχυση εκτιμωμένων κερδών και η ήπια ανάπτυξη στις ΗΠΑ στηρίζουν τη μετοχική αγορά μεσοπρόθεσμα. Η στάθμιση σε ΗΠΑ διατηρείται ελαφρώς υπόβαρη, καθώς οι ήπιες ρευστοποιήσεις μπορεί να συνεχισθούν, αν η απόδοση στη λήξη του 10ετούς ομολόγου διατηρηθεί υψηλή. Ουδέτερη η στάθμιση σε Ευρώπη, Ιαπωνία και αναδυόμενες. Στην Ευρωζώνη οι αποδόσεις στη λήξη ομολόγων δεν είναι υπερβολικά υψηλές και η τιμή/αναμενόμενα κέρδη δεικτών Ευρωζώνης είναι ελκυστική (12), ενώ στις ΗΠΑ είναι υψηλή (19). Στην Ιαπωνία η οικονομία ανακάμπτει και η κερδοφορία είναι ικανοποιητική συμβάλλοντας σε ανοδική μεσοπρόθεσμη κίνηση. Ο δείκτης αναδυόμενων έχει απωλέσει μέρος της ανάκαμψης που κατέγραψε ως τέλος Ιουλίου, καθώς διόρθωση παρουσιάζει η κινεζική αγορά. Σχετικώς ανθεκτικές Ινδία, Βραζιλία. Παρά την πρόσφατη ήπια βραχυπρόθεσμη διόρθωση, σχετικώς ευνοϊκή η μεσοπρόθεσμη προοπτική της ελληνικής αγοράς.

**Ομόλογα:** Κατάλληλες κρίνονται οι τοποθετήσεις σε κρατικά ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας, καθώς προσφέρουν ικανοποιητικό επιτοκιακό έσοδο με τις πραγματικές αποδόσεις στη λήξη να διαμορφώνονται σε υψηλά επίπεδα. Επίσης, αναμένεται να παρέχουν

αντιστάθμιση στα χαρτοφυλάκια σε περίπτωση αρνητικού σεναρίου για την οικονομία. Επιφυλακτική στάση για τα εταιρικά ομόλογα υψηλών αποδόσεων, κυρίως λόγω μη ελκυστικής αποτίμησης. Θεωρούμε ότι για την τρέχουσα συγκυρία είναι προτιμότερη η τοποθέτηση σε εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης. Υπόβαρη στάθμιση για τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών, κυρίως λόγω ανησυχίας για την εξυπηρέτηση του χρέους, μετά την εκ νέου άνοδο των επιτοκίων και την ανάκαμψη του δολαρίου ΗΠΑ.

**Εναλλακτικές επενδύσεις:** Παραμένει ελαφρώς υπόβαρη η στάση για την τιμή πετρελαίου, καθώς ο περιορισμός της προσφοράς αντισταθμίζεται από την αναιμική ανάπτυξη της κινεζικής οικονομίας. Θετικοί παραμένουμε για τη μεσοπρόθεσμη προοπτική του χρυσού, ο οποίος διακρίνεται για τον αντισταθμιστικό ρόλο του στα χαρτοφυλάκια, ιδιαίτερα στις γεωπολιτικές οξύνσεις. Παραμένουν προτιμητέες οι τοποθετήσεις σε εναλλακτικές στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου, καθώς σε περίπτωση αύξησης της μεταβλητότητας εμφανίζουν ευελιξία και εκτιμάται ότι μπορούν να υπεραποδώσουν έναντι άλλων επενδυτικών κατηγοριών.

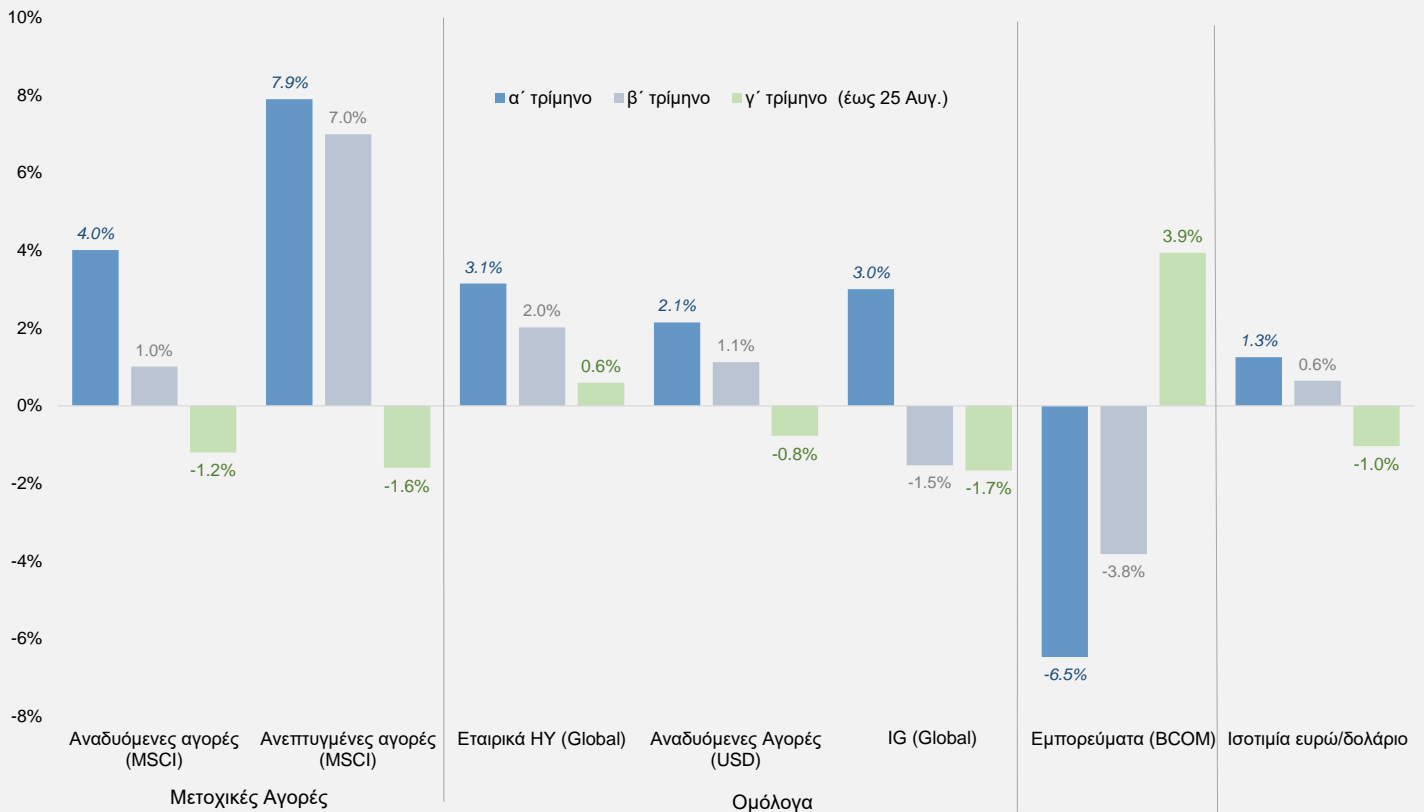
**Ρευστότητα:** Η οριακά υπέρβαρη στάθμιση σε ρευστότητα είναι χρήσιμη κατά την τρέχουσα περίοδο που εκδηλώνονται ήπιες ρευστοποιήσεις σε μετοχικές αγορές.

## 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



Αρνητικό το επενδυτικό κλίμα στις μετοχικές αγορές τον Αύγουστο, καθώς οι υψηλότερες αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων περιορίζουν την ελκυστικότητα. Η εκτίμηση ότι οι Κεντρικές Τράπεζες θα διατηρήσουν τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα για μακρά χρονική περίοδο επηρέασε αρνητικά τις τιμές κρατικών ομολόγων. Οι τιμές εμπορευμάτων παρουσιάζουν ανάκαμψη το γ' τρίμηνο, καθώς ευνοήθηκαν από την ενίσχυση της ζήτησης για ενέργεια λόγω της καλοκαιρινής περιόδου. Η διεύρυνση του επιτοκιακού πλεονεκτήματος του δολαρίου συνέβαλε στην υποχώρηση της ισοτιμίας ευρώ/δολάριο.

### Navigator Update, 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 επί 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 ανάλυσεως 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, επανεκτύπωση ή μετάδοση του παρόντος εντύπου για οποιοδήποτε σκοπό, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια του εκδότη ως δικαιούχου των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας επί 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.