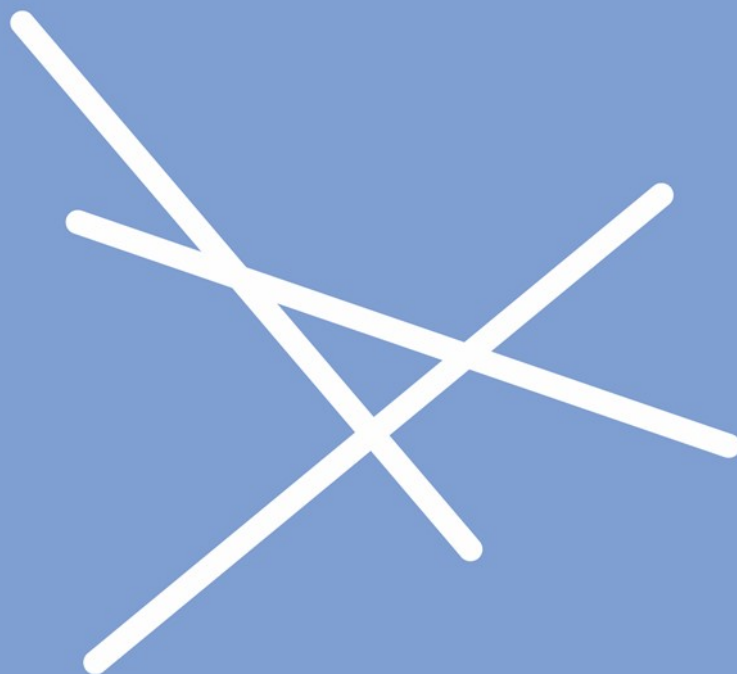


Α' Τρίμηνο 2025



Επενδυτική Στρατηγική

Τριμηνιαία έκδοση για τις επενδύσεις

ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗ ΑΝΑΛΥΣΗ
ΚΑΙ ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Περιεχόμενα

| | |
|--|----|
| 1. Εισαγωγή | 2 |
| 2. Οικονομία | 8 |
| 2.1 ΗΠΑ | 8 |
| 2.2 Ευρωζώνη | 10 |
| 2.3 Ιαπωνία | 12 |
| 2.4 Κίνα | 13 |
| 2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας | 14 |
| 3. Μετοχές | 15 |
| 3.1 ΗΠΑ | 15 |
| 3.2 Ευρωζώνη | 17 |
| 3.3 Ιαπωνία Αναδυόμενες Κίνα | 19 |
| 4. Ομόλογα | 20 |
| 4.1 ΗΠΑ Κρατικά | 20 |
| 4.2 ΗΠΑ Εταιρικά | 21 |
| 4.3 Ευρωζώνη Κρατικά | 22 |
| 4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά | 23 |
| 5. Συνάλλαγμα | 24 |
| 5.1 EURUSD | 24 |
| 5.2 USDJPY EURGBP | 25 |
| 6. Εμπορεύματα | 26 |
| 6.1 Πετρέλαιο | 26 |
| 6.2 Χρυσός | 27 |
| 7. Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων | 28 |
| 8. Παράρτημα | 29 |

01 Εισαγωγή

Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον: Η πορεία της οικονομίας και των αγορών θα κριθεί σε 2 «ημίχρονα»

Με κίνδυνο να κατηγορηθούμε ότι δηλώνουμε το προφανές, οι εξελίξεις τόσο στις ΗΠΑ όσο και στην παγκόσμια οικονομία χαρακτηρίζονται από μεγάλο βαθμό αβεβαιότητας καθώς είναι άμεσα εξαρτημένες από την εφαρμογή ή μη των πολιτικών του επερχόμενου προέδρου των ΗΠΑ, Ντόναλντ Τραμπ.

Το πρώτο βήμα στη διαδικασία κατανόησης και εξορθολογισμού της αβέβαιης αυτής συγκυρίας δεν μπορεί να είναι άλλο από τον προσδιορισμό της αφετηρίας της. Κατά την άποψη μας, η τρέχουσα αβεβαιότητα είναι ιδιαίτερα αυξημένη εξαιτίας του γεγονότος ότι αυτή εκπορεύεται όχι από έναν αλλά τουλάχιστον 3 γενεσιουργούς παράγοντες. Ο πρώτος αφορά στις πολιτικές και οικονομικές πρωτοβουλίες του προέδρου Τραμπ αυτές καθαυτές. Ο δεύτερος αφορά στο χρονισμό των αποφάσεων αυτών, ενώ ο τρίτος αφορά στην ένταση και έκταση της εφαρμογής τους. Πιο συγκεκριμένα, οι βασικοί άξονες της οικονομικής (και όχι μόνο) πολιτικής του Τραμπ μπορούν να ταξινομηθούν σε 5 αλληλοσυνδεδεμένες κατηγορίες:

- Η πρώτη σχετίζεται με την απορρύθμιση (Deregulation) συγκεκριμένων κλάδων και αγορών όπως π.χ. της ενέργειας και του χρηματοπιστωτικού κλάδου.
- Η δεύτερη με τις μειώσεις φόρων (εταιρικών κερδών και ατομικών εισοδημάτων) καθώς και τη χρονική παράταση υφισταμένων φοροαλλαγών.
- Η τρίτη σχετίζεται με την επιβολή δασμών σε εισαγόμενα προϊόντα (κυρίως από χώρες με εξαγωγικό πλεόνασμα έναντι των ΗΠΑ).
- Η τέταρτη με τη μείωση του κόστους λειτουργίας του δημόσιου τομέα.
- Και τέλος η πέμπτη αφορά στον έλεγχο της (παράνομης) μετανάστευσης.

Η δυσκολία υπολογισμού των οικονομικών επιπτώσεων της εφαρμογής των πολιτικών αυτών έγκειται στο γεγονός ότι – όπως θα αναπτύξουμε στη συνέχεια- είναι σε μεγάλο βαθμό αντικρουόμενες. Η απορρύθμιση των αγορών αποτελεί (σε όρους οικονομικής θεωρίας) ένα θετικό σοκ από την πλευρά της προσφοράς, καθώς αυξάνει την παραγωγική δυνατότητα της οικονομίας, με θετικές επιπτώσεις σε εισοδήματα και κερδοφορία. Παράλληλα, και οι μειώσεις φορολογίας αποτελούν επίσης ένα θετικό σοκ για την οικονομία, αλλά αυτή τη φορά από την πλευρά της ζήτησης καθώς αυξάνουν το διαθέσιμο εισόδημα νοικοκυριών και επιχειρήσεων. Στον αντίποδα, ο περιορισμός της μετανάστευσης αποτελεί ένα αρνητικό σοκ στην προσφορά/παραγωγή, καθώς μειώνεται το διαθέσιμο εργατικό δυναμικό. Τέλος, οι δασμοί αποτελούν ένα αρνητικό σοκ ζήτησης καθώς αποτελούν μια κεκαλυμμένη μορφή αύξησης της φορολογίας περιορίζοντας το διαθέσιμο εισόδημα των νοικοκυριών και κατ' επέκταση τα επίπεδα εσωτερικής ζήτησης.

Επιπρόσθετα, όπως προαναφέραμε, ζωτικής σημασίας στην αποτίμηση των μέτρων είναι ο χρονισμός και η έντασή τους. Διαφορετικό θα είναι το οικονομικό αποτύπωμα των μέτρων που θα ενεργοποιηθούν κατά τη διάρκεια του 2025 και διαφορετικό των μέτρων που θα εισαχθούν σταδιακά κατά τη διάρκεια της θητείας του Τραμπ. Διαφορετικός θα είναι ο οικονομικός αντίκτυπος επιβολής δασμών 10% σε σχέση με δασμούς 60%. Ταυτόχρονα διαφορετική σημασία θα έχουν οι

δασμοί ανάλογα με το σε ποιες χώρες και σε ποια προϊόντα θα επιβληθούν. Εν κατακλείδι, τα αυξημένα επίπεδα αβεβαιότητας που επικρατούν στο παγκόσμιο γεωπολιτικό επίπεδο πηγάζουν από την εγγενή αδυναμία μας να υπολογίσουμε – με οποιοδήποτε βαθμό ακρίβειας - το τελικό αποτύπωμα της συνάθροισης όλων αυτών των πολιτικών.

Ωστόσο, η απλή κατανόηση των πηγών της υφιστάμενης αβεβαιότητας αποτελεί ένα μόνο μέρος της απαραίτητης διαδικασίας εκπόνησης μακροοικονομικών προβλέψεων και κατάρτισης της επενδυτικής στρατηγικής για το 2025.

Το δεύτερο προαπαιτούμενο σχετίζεται με την κατανόηση του πλαισίου των υφιστάμενων αντικειμενικών περιορισμών τους οποίους ούτε ακόμα και ο εκάστοτε πρόεδρος των ΗΠΑ δεν μπορεί να αγνοήσει. Ο πρώτος και κύριος περιορισμός αφορά στη δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ. Ο πρόεδρος Τραμπ αναλαμβάνει την εξουσία σε μια συγκυρία όπου το δημοσιονομικό έλλειμμα των ΗΠΑ ξεπερνά το 6% του ΑΕΠ και το χρέος ανέρχεται σε 120% του ΑΕΠ (ή 96% εάν εξαιρέσουμε το χρέος που κατέχει η Fed). Το γεγονός αυτό σε συνδυασμό με το σημαντικό έλλειμμα του ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών σημαίνει ότι οι ΗΠΑ εξαρτώνται από τη διάθεση των διεθνών επενδύσεων να χρηματοδοτούν τα ελλείμματα αυτά επενδύοντας σε αμερικανικά στοιχεία ενεργητικού όπως ομόλογα και μετοχές. Όσο ο δυναμισμός της αμερικανικής οικονομίας συνεχίζει να τη διαφοροποιεί έναντι των υπολοίπων ανεπτυγμένων οικονομιών (φαινόμενο γνωστό ως «αμερικανική εξαίρεση» - US exceptionalism), τότε η χρηματοδότηση των αμερικανικών διπλών ελλειμμάτων μπορεί να συνεχίζεται απρόσκοπτα. Όπως όμως έχουμε δει επανειλημμένα στο πρόσφατο παρελθόν, οποιαδήποτε υπόνοια αναφορικά με τη βιωσιμότητα ή μη του δημόσιου χρέους δύναται να οδηγήσει σε σημαντική αύξηση του κόστους δανεισμού ο οποίος με τη σειρά του μπορεί να δημιουργήσει ένα αρνητικό σπιράλ φυγής κεφαλαίων, υψηλότερων επιτοκίων και αυξανόμενων χρηματοδοτικών αναγκών. Φυσικά απέχουμε σημαντικά από ένα τέτοιο σημείο αλλά το ενδεχόμενο έχει ήδη αρχίσει να καταγράφεται στα ραντάρ (και στις αναλύσεις) των επενδυτών.

Ο δεύτερος σημαντικός περιορισμός που θα πρέπει να αντιμετωπίσει η κυβέρνηση Τραμπ αφορά στο επίπεδο οικονομικής ανάπτυξης. Το ΑΕΠ των ΗΠΑ τα τελευταία 3 χρόνια αυξάνεται με ρυθμούς 2,5% με 3% επίπεδα αισθητά υψηλότερα του 2% το οποίο αντανάκλα τις μακροπρόθεσμες αναπτυξιακές δυνατότητες των ΗΠΑ. Εάν λοιπόν σε μια υπερ-θερμαινόμενη οικονομία υιοθετηθούν πολιτικές περαιτέρω τόνωσης της ζήτησης (π.χ. μέσω φοροαπαλλαγών), το πιο πιθανό αποτέλεσμα θα είναι η αναζωπύρωση του πληθωρισμού, η αύξηση των εισαγωγών- με παράλληλη διεύρυνση του ελλείμματος ισοζυγίου εξωτερικών συναλλαγών-, η ενίσχυση του δολαρίου και εν τέλη η μείωση της αμερικανικής ανταγωνιστικότητας.

Με άλλα λόγια τα μέτρα τόνωσης της αμερικανικής οικονομίας θα καταλήξουν να ενισχύσουν τις οικονομίες των βασικών οικονομικών εταίρων των ΗΠΑ- αποτέλεσμα αντι-διαμετρικά αντίθετο από αυτό που επιδιώκεται μέσω της επιβολής δασμών στις εισαγωγές.

Για τις ΗΠΑ όλα τα ανωτέρω σημαίνουν ότι οι οικονομικές εξελίξεις κατά τη διάρκεια του 2025 μπορεί να διαχωριστούν σε 2 «ημίχρονα». Κατά τη διάρκεια του 1ου εξαμήνου της διακυβέρνησης του Τραμπ, οι αγορές θα δώσουν στη νέα κυβέρνηση χώρο και χρόνο να εφαρμόσει τις πολιτικές για τις οποίες έχει εκλεγεί. Η καθοριστική μεταβλητή σύμφωνα με την ανάλυση μας θα είναι η πορεία του δημοσιονομικού ελλείμματος. Εάν το κόστος παλιών και νέων φοροαπαλλαγών μπορέσει και καλυφθεί από τα έσοδα των αυξημένων δασμών και την εξοικονόμηση δημοσίων δαπανών και ταυτόχρονα η οικονομία των ΗΠΑ συνεχίσει να κινείται με ρυθμούς περί το 2%, τότε κατά το 2ο εξάμηνο του έτους οι αγορές θα επιβραβεύσουν κυβέρνηση και επενδυτές. Στην περίπτωση όμως που το δημοσιονομικό έλλειμμα διευρυνθεί έτι περαιτέρω και ο λόγος Χρέος/ΑΕΠ συνεχίσει την ανοδική

του πορεία τότε οι αγορές ομολόγων θα τιμωρήσουν τις επεκτατικές δημοσιονομικές πολιτικές με αποτέλεσμα το β' εξάμηνο τα αυξημένα επιτόκια όχι μόνο να αποτελέσουν τροχοπέδη στην πορεία των μετοχικών αγορών αλλά και να οδηγήσουν σε αναθεώρηση ολόκληρο το μείγμα της οικονομικής πολιτικής της κυβέρνησης Τραμπ.

Επίσης και η Ευρώπη θα επηρεαστεί καθοριστικά από τις πολιτικές και οικονομικές εξελίξεις στις ΗΠΑ. Ωστόσο η αιτιολόγηση όλων των οικονομικών και πολιτικών προβλημάτων της Ευρωζώνης με αναγωγή στην άνοδο του Τραμπ στην εξουσία αποτελεί μια μεγάλη υπεκφυγή. Η στασιμότητα της οικονομία της Ευρωζώνης οφείλεται πρώτα και κύρια στην έλλειψη ευρωπαϊκών πρωτοβουλιών για την τόνωση της οικονομικής δραστηριότητας και ανταγωνιστικότητας καθώς και στα αυξημένα επίπεδα πολιτικής αβεβαιότητας σε βασικές ευρωπαϊκές οικονομίες όπως της Γερμανίας και Γαλλίας. Στην περίπτωση της Ευρωζώνης κομβικής σημασίας μεταβλητή θα αποτελέσει η πορεία της αποθεματοποίησης / διακράτησης εργατικού δυναμικού (labour hoarding). Στην Ευρωζώνη, η πτώση του ποσοστού ανεργίας κινείται σε αντιδιαστολή με τη στασιμότητα της οικονομικής ανάκαμψης. Αυτό συμβαίνει γιατί από την περίοδο της πανδημίας οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις έχουν προτιμήσει να υποαπασχολούν μέρος των εργαζόμενων τους προσδοκώντας την ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας. Εάν όμως το 1ο εξάμηνο του 2025 η οικονομική δραστηριότητα παραμείνει στάσιμη, τότε είναι πολύ πιθανό το 2ο εξάμηνο να δούμε επιδείνωση στην αγορά εργασίας καθώς οι ευρωπαϊκές επιχειρήσεις αργά αλλά σταθερά θα αρχίσουν να προσαρμόζονται στη νέα πραγματικότητα.

Νομισματική Πολιτική: Διευρυνόμενο Χάσμα μεταξύ Fed και ΕΚΤ

Οι ανωτέρω μακροοικονομικές εξελίξεις έχουν άμεση αντανάκλαση και στις προσδοκίες για την πορεία της νομισματικής πολιτικής Fed και ΕΚΤ. Οι αυξημένοι φόβοι για πληθωρισμό και δημοσιονομικά ελλείμματα έχουν οδηγήσει σε αύξηση των επιτοκίων στις ΗΠΑ, με την απόδοση της 10ετίας να διαμορφώνεται στο 4,68% έναντι 3,88% στις αρχές του Q1-2024. Αντίστοιχα και οι προσδοκίες για το παρεμβατικό επιτόκιο (για το τέλος του 2025) κυμαίνονται στα επίπεδα του 3,90% έναντι 2,90% στις αρχές του προηγούμενου τριμήνου. Οι προσδοκίες αυτές αντανakλούν την προδιάθεση της Fed να προχωρήσει σε μείωση των επιτοκίων αλλά ταυτόχρονα να διατηρήσει τη νομισματική πολιτική σε ελαφρώς περιοριστικά επίπεδα έως ότου ξεκαθαρίσει η πορεία της οικονομία των ΗΠΑ.

Αντίθετα, οι προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ παραμένουν σταθερές στα επίπεδα του 1,75%-2%. Στα επίπεδα αυτά η ΕΚΤ έχει υπονοήσει ότι η νομισματική πολιτική θα είναι ουδέτερη δηλαδή ούτε περιοριστική ούτε επεκτατική. Ωστόσο εάν παρατηρήσει κάποιος τον μέσο όρο των πραγματικών επιτοκίων στην Ευρωζώνη θα διαπιστώσει ότι - σε αντίθεση με ότι μπορεί να πιστεύει η ΕΚΤ- τα πραγματικά (δηλαδή χωρίς τον πληθωρισμό) επιτόκια της Ευρωζώνης κυμαίνονται κοντά στο -1%. Συνεπώς - με στόχο για πληθωρισμό 2% - το παρεμβατικό επιτόκιο της ΕΚΤ θα πρέπει να υποχωρήσει προς τα επίπεδα του 1% για να φτάσουμε σε ουδέτερη στάση της νομισματικής πολιτικής. Επίσης εάν χρειαστεί μεγαλύτερη τόνωση η Ευρωπαϊκή οικονομία, τότε τα επιτόκια, σε βάθος χρόνου θα πρέπει να υποχωρήσουν σε επίπεδα κάτω του 1%.

Από τη (Μάκρο) Οικονομία στις Αγορές

Λαμβάνοντας υπόψη τα υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας σχετικά με τις βασικές πολιτικές που θα ακολουθήσει ο νέος Πρόεδρος των ΗΠΑ, τον χρόνο και το εύρος εφαρμογής τους, τις πιθανές εμπορικές και γεωπολιτικές εντάσεις, και τις πιθανές πτωτικές αναθεωρήσεις των εταιρικών κερδών, μετα-

βάλουμε τις επενδυτικές μετοχικές μας προτιμήσεις, ενώ διατηρούμε μια στάση αναμονής για τις υπόλοιπες επενδυτικές μας επιλογές.

Μεταβάλλουμε την άποψη μας για τις ευρωπαϊκές μετοχές σε αρνητική από ήπια αρνητική καθώς μας προβληματίζει η αναπτυξιακή δυναμική της Ευρωζώνης υπό το πρίσμα της αναμενόμενης αποσαφήνισης της στάσης των ΗΠΑ σε θέματα δασμών, καθώς και του πολέμου στην Ουκρανία. Παράλληλα μεταβάλλουμε την άποψη μας για τις αναδυόμενες μετοχικές αγορές συμπεριλαμβανομένης της Κίνας, από ουδέτερη σε ήπια αρνητική καθώς οποιοσδήποτε περιορισμός στο εμπόριο αναμένεται να δράσει αρνητικά στις χώρες αυτές.

Λαμβάνοντας υπόψη και τις υψηλές αποτιμήσεις σε κλάδους όπως της Τεχνολογίας, διατηρούμε τις επιλογές μας σε αμυντικούς κλάδους όπως της Κοινής Ωφέλειας και τον κλάδο της Υγείας. Παράλληλα, συνεχίζουμε να προτιμούμε κυκλικούς κλάδους όπως αυτούς της Ενέργειας και των Τραπεζών, που αναμένεται να ευνοηθούν από τις εξαγγελίες μέτρων που αφορούν την απορρύθμιση αυτών των τομέων. Τέλος, προσθέτουμε στις επιλογές μας τον κλάδο των Υψηλών Επικοινωνιών, δεδομένου ότι οι συνεχιζόμενες επενδύσεις για τον εκσυγχρονισμό των δικτύων και την κάλυψη της αυξανόμενης ζήτησης για ψηφιακές υπηρεσίες αναμένεται να οδηγήσουν στην περαιτέρω ανάπτυξή τους.

Όσον αφορά τα κρατικά ομόλογα, διατηρούμε την αυξημένη προτίμησή μας για τα ευρωπαϊκά κρατικά ομόλογα. Εκτιμούμε ότι η αγορά θα επικεντρωθεί στο προσεχές διάστημα στην αργή ανάκαμψη της οικονομίας της Ευρωζώνης και στην ανάγκη μείωσης των επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) σε επίπεδα χαμηλότερα του αναμενόμενου, κάτι που αναμένεται να οδηγήσει τις αποδόσεις στη λήξη των ομολόγων χαμηλότερα. Όσον αφορά τα αμερικάνικα κρατικά ομόλογα, διατηρούμε την ήπια θετική προτίμησή μας αναγνωρίζοντας ότι οι αποδόσεις ενδέχεται να συνεχίσουν να αυξάνονται βραχυπρόθεσμα. Θεωρούμε, ωστόσο, ότι η διατήρηση υψηλών επιτοκίων θα στρέψει την προσοχή της αγοράς στον αντίκτυπο που θα έχουν στην αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας των ΗΠΑ, οδηγώντας τελικά τις αποδόσεις χαμηλότερα.

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Έχοντας διαμορφώσει την επενδυτική μας στρατηγική με την υπόθεση ότι στο 2ο εξάμηνο του 2025 τα πράγματα θα έχουν εξελιχθεί λιγότερο θετικά από ότι προσδοκούν και πιο σημαντικά από ότι τιμολογούν σήμερα οι αγορές, ο κίνδυνος για τις υφιστάμενες απόψεις μας είναι το ευνοϊκό σενάριο να επιβεβαιωθεί. Σε αυτή τη περίπτωση ο συνδυασμός θετικών μακροοικονομικών στοιχείων και «αγελαιών ενστίκτων» θα ευνοήσει ακόμα περισσότερο τις μετοχικές τοποθετήσεις ενώ θα περιορίσει την πίεση στις Κεντρικές Τράπεζες να μειώσουν τα επιτόκια σε ουδέτερα επίπεδα.

Ηλίας Λεγκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Επενδυτικές Απόψεις

Α' Τρίμηνο 2025

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

Επιμέρους Επιλογές

| Μετοχές | - | Neutral | | | + |
|--------------|---|---------|---|--|---|
| ΗΠΑ | | | ■ | | |
| Ευρωζώνης | | ← | | | |
| Ιαπωνίας | | | ■ | | |
| Αναδ. Αγορών | | | ← | | |

| Κρατικά Ομόλογα | - | Neutral | | | + |
|-----------------|---|---------|--|---|---|
| ΗΠΑ | | | | ■ | |
| Ευρωζώνης | | | | | ■ |

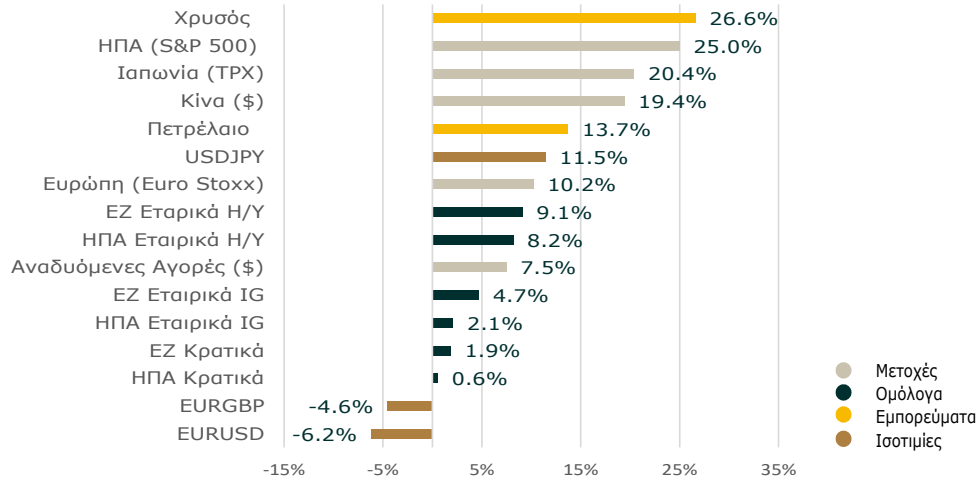
| Εταιρικά Ομόλογα | - | Neutral | | | + |
|------------------|---|---------|---|--|---|
| IG ΗΠΑ | | | ■ | | |
| IG Ευρωζώνης | | | ■ | | |
| HY ΗΠΑ | | | ■ | | |
| HY Ευρωζώνης | | | ■ | | |

| Εμπορεύματα | - | Neutral | | | + |
|-------------|---|---------|---|---|---|
| Χρυσός | | | ■ | | |
| Πετρέλαιο | | | | ■ | |

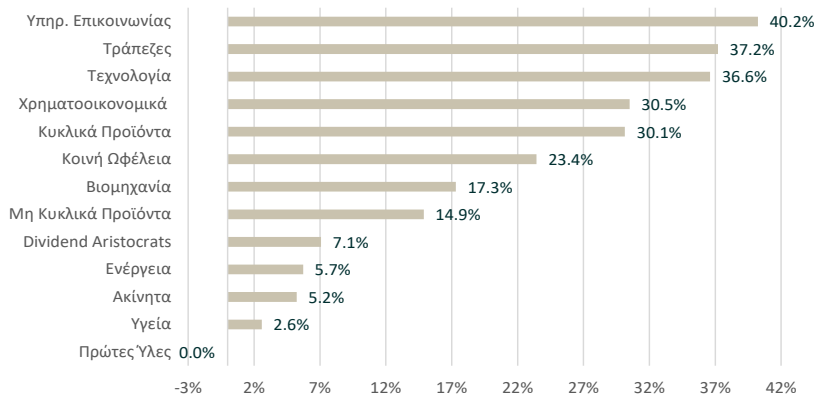
■ Τρέχουσα Άποψη
 ■ Προηγούμενη Άποψη

Αποδόσεις 2024

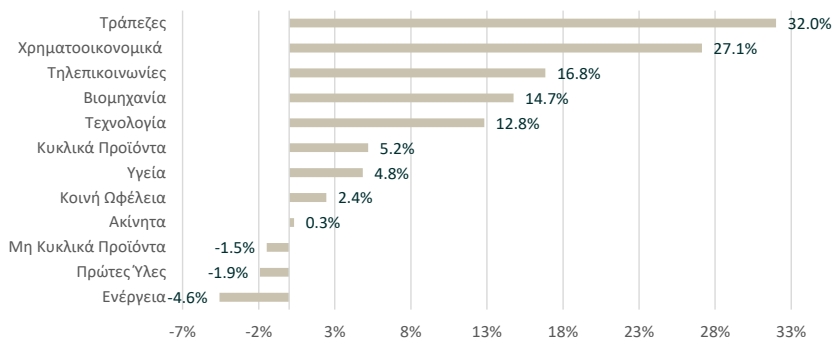
Συνολική Απόδοση 2024 (%)



ΗΠΑ Κλάδοι - Συνολική Απόδοση 2024 (%)



ΕΖ Κλάδοι - Συνολική Απόδοση 2024 (%)

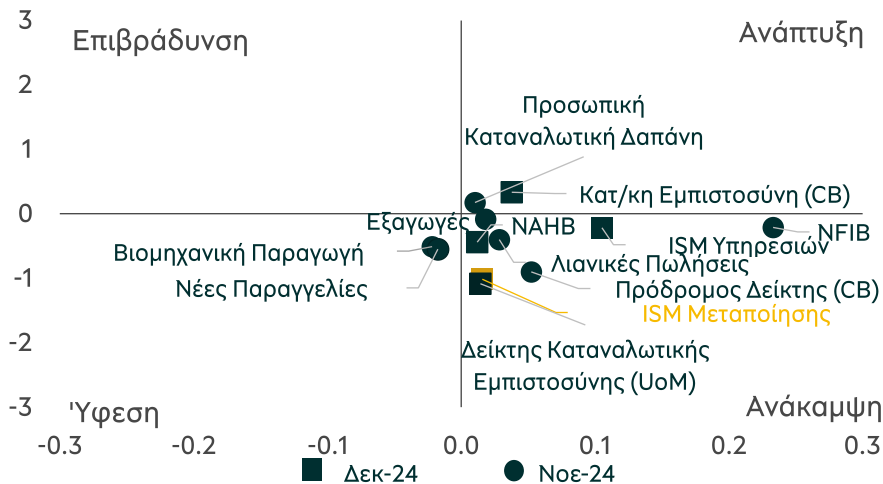


02 Οικονομία

2.1 ΗΠΑ: Αυξάνονται οι ανησυχίες για το δημοσιονομικό χώρο

- **Η αμερικανική οικονομία συνέχισε να σημειώνει θετικές επιδόσεις κατά το Γ' τρίμηνο. Αρκετοί οικονομικοί δείκτες παρουσίασαν ανοδικές τάσεις σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο** και βρίσκονται πλέον στην φάση της ανάκαμψης αν και παραμένουν χαμηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου τους (Διάγραμμα 1). Η πλειοψηφία των πρόδρομων δεικτών ενισχύθηκε μετά την ευρεία νίκη του Ντόναλντ Τραμπ στις προεδρικές εκλογές του Νοεμβρίου, καθώς η πολιτική αβεβαιότητα που συνδέεται με ένα διαιρεμένο κογκρέσο εξαλείφθηκε.
- Η οικονομία των ΗΠΑ ήταν κεντρικό θέμα στις προεδρικές εκλογές του 2024. Ο Ντ. Τραμπ τάχθηκε υπέρ της επιβολής/αύξησης δασμών στα εισαγόμενα προϊόντα, της ενίσχυσης της εγχώριας παραγωγής, της απορρύθμισης σε ορισμένους τομείς της οικονομίας, της μείωσης φόρων, του περιορισμού των δαπανών και της μετανάστευσης. **Η αμερικανική οικονομία όμως παρουσιάζει διαφορετικά χαρακτηριστικά σε σύγκριση με το 2016**, όταν ο Ντ. Τραμπ εξελέγη πρόεδρος για πρώτη φορά. Το δημοσιονομικό έλλειμμα κυμαίνεται κοντά στο 6% (ήταν περίπου 3%) του ΑΕΠ και παραμένει σε υψηλά επίπεδα λαμβάνοντας υπόψη την τρέχουσα οικονομική ανάπτυξη και τις ευνοϊκές ακόμα συνθήκες στην αγορά εργασίας (Διάγραμμα 2). Παράλληλα, το εθνικό χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ έχει ανέλθει στο 120% από 103% (και το χρέος που κατέχει ο ιδιωτικός τομέας στο 95% από 75%).
- **Η υλοποίηση επομένως των πολιτικών του αναμένεται να βρεθεί στο επίκεντρο, καθώς θα πρέπει να ληφθούν δύσκολες αποφάσεις για τη διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητάς.** Επιπρόσθετα, εκτιμάται ότι η προσοχή θα στραφεί στις όποιες ενδείξεις αναθέρμανσης του πληθωρισμού λόγω των υψηλότερων δασμών (από το 4% που ήταν κατά μέσο όρο την τελευταία τριακονταετία), γεγονός που μπορεί να περιπλέξει τις προσπάθειες της Fed στη συνέχιση της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής.
- **Η αμερικανική οικονομία αναπτύχθηκε με ρυθμό 3,1% το Γ' τρίμηνο (σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση)** με βασικούς μοχλούς την ιδιωτική κατανάλωση και τις εξαγωγές που επίσης αυξήθηκαν ταχύτερα από ότι είχε αρχικά εκτιμηθεί, κυρίως λόγω της συνεισφοράς του

1 | Τρέχουσα Φάση Βασικών Οικονομικών Δεικτών ΗΠΑ

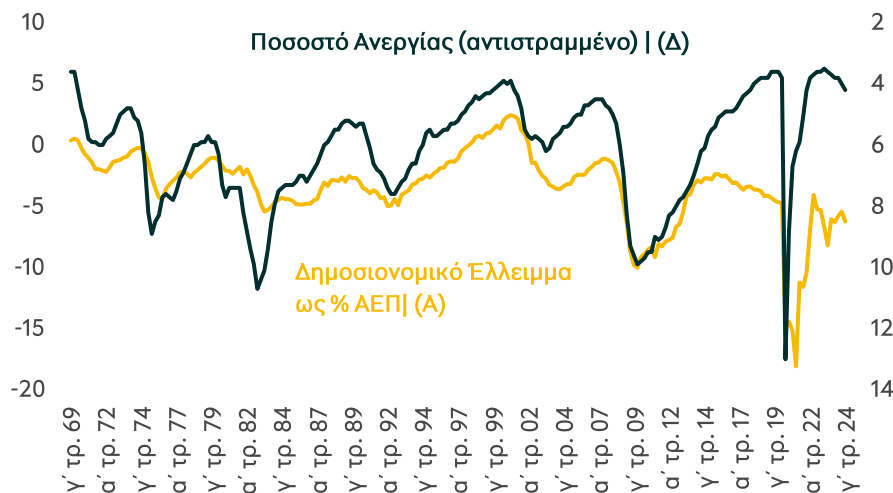


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

τομέα των υπηρεσιών. Επιπλέον, η προσωπική καταναλωτική δαπάνη και οι λιανικές πωλήσεις, που ευνοούνται από την αύξηση των μισθών και το χαμηλό ποσοστό ανεργίας, συνεχίζουν να αυξάνονται σε μηνιαία βάση και οι συνθήκες στην αγορά εργασίας παραμένουν ευνοϊκές, παρά την προσωρινή επιβάρυνση που καταγράφηκε τον Οκτώβριο εξαιτίας των επιπτώσεων των τυφώνων και των απεργιών. Οι εξελίξεις αυτές ενισχύουν την αύξηση των εταιρικών επενδύσεων καθώς και την αναθέρμανση της αγοράς κατοικίας. Όμως, οι ενδείξεις που αφορούν την μεταποίηση παραμένουν ανησυχητικές (Ο δείκτης μεταποίησης ISM συνεχίζει να υποδεικνύει συρρίκνωση της δραστηριότητας για ένατο συνεχόμενο μήνα). Η βασική μας πρόβλεψη για το τρέχον τρίμηνο και το επόμενο έτος υποδεικνύει μια ήπια επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας. **Για το έτος 2024 προβλέπουμε έναν ρυθμό ανάπτυξης κοντά στο 2,5%, ενώ για το έτος 2025 αναμένουμε ότι θα κυμανθεί ελαφρώς κάτω του 2%.**

- **Ο πληθωρισμός αναμένεται να συνεχίσει να υποχωρεί προς τον στόχο του 2% αλλά έχει αυξηθεί το ρίσκο ότι η αποκλιμάκωση και η σύγκλιση του στα επίπεδα-στόχου της Fed θα γίνει με πιο αργό ρυθμό έναντι της προηγούμενης πρόβλεψής μας.** Ο γενικός πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης (PCE) ανήλθε τον Νοέμβριο στο 2,4% ενώ ο δομικός παρέμεινε αμετάβλητος στο 2,8% για δεύτερο συνεχόμενο μήνα. Η επίπτωση των δασμών στον πληθωρισμό θα είναι πιο ξεκάθαρη μετά την ανακοίνωση των τελικών μέτρων και αποφάσεων, αν και υπάρχουν ενδείξεις ότι αρκετοί καταναλωτές και εταιρίες έχουν επιταχύνει κάποιες αγορές εν αναμονή αύξησης των τιμών. Αρνητική εξέλιξη για την πορεία του πληθωρισμού είναι η ετήσια μεταβολή του δείκτη τιμών παραγωγού, του δείκτη τιμών εισαγωγών και άλλων εναλλακτικών δεικτών πληθωρισμού που ενισχύθηκαν ελαφρώς τον Νοέμβριο.
- Η πορεία προς μια λιγότερο περιοριστική νομισματική πολιτική ξεκίνησε το Δ' τρίμηνο του 2024 με την Fed να μειώνει το βασικό της επιτόκιο κατά 100 μ.β., στο εύρος 4,25% – 4,50%. Σύμφωνα με τις νέες εκτιμήσεις των μελών της, προβλέπονται δύο μειώσεις του επιτοκίου (κατά 25 μ.β.) το 2025 από 4 προηγούμενως και δύο ακόμη μειώσεις το 2026. **Ενδέχεται να προκύψουν λιγότερες μειώσεις αν ο πληθωρισμός σταματήσει να αποκλιμακώνεται λόγω των αναμενόμενων υψηλότερων δασμών και αν η αγορά εργασίας παραμείνει στα τρέχοντα επίπεδα χωρίς περαιτέρω επιδείνωση.** Οι προσδοκίες της αγοράς είναι ότι τα επιτόκια θα παραμείνουν κοντά στο 4% σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα, παρά το γεγονός ότι η FED προβλέπει ότι τα επιτόκια θα υποχωρήσουν κοντά στο 3%.

2 | Δημοσιονομικό έλλειμμα & Ποσοστό Ανεργίας

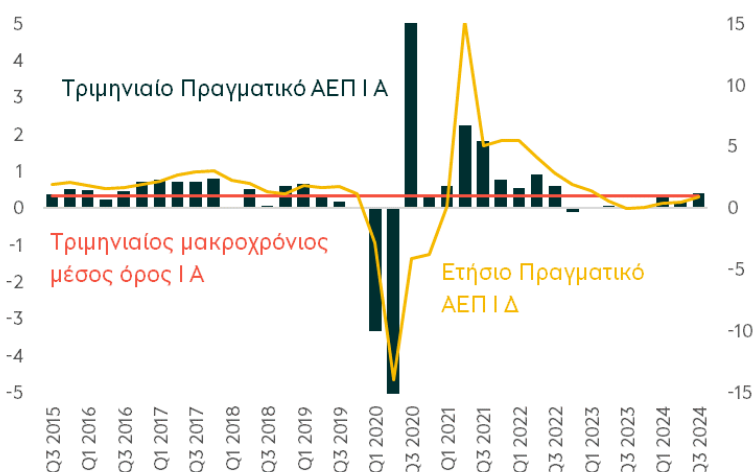


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2.2 Ευρωζώνη: Προκλήσεις και ευκαιρίες ανάπτυξης για το 2025

- Το Γ' τρίμηνο του έτους, η **οικονομία της Ευρωζώνης παρέμεινε σε χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης εντούτοις σημείωσε επιτάχυνση σε σχέση με τα προηγούμενα τρίμηνα**, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 0,9% από 0,5% το Β' τρίμηνο του έτους. Ο ρυθμός αυτός είναι ο υψηλότερος από το Α' τρίμηνο του 2023, ενώ σε τριμηνιαία βάση το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,4% από 0,2% τις αντίστοιχες περιόδους, ξεπερνώντας έτσι για πρώτη φορά μετά από οκτώ τρίμηνα τον μακροχρόνιο μέσο όρο. Η δυναμική αυτή προέρχεται κυρίως από την ιδιωτική κατανάλωση και τις επενδύσεις, ενώ με ηπιότερη θετική συμβολή ήταν η μεταβολή αποθεμάτων και η δημόσια κατανάλωση. Αρνητική συμβολή είχαν οι επενδύσεις το Γ' τρίμηνο του έτους.
- **Για το 2025, οι κίνδυνοι** για την οικονομική δραστηριότητα για την Ευρωζώνη **κινούνται σε δύο άξονες**. Πρώτον, οι εσωτερικές προκλήσεις που πρέπει να αντιμετωπίσουν οι μεγάλες οικονομίες όπως η Γερμανία και η Γαλλία και πώς αυτές θα μεταλαμπαδευτούν στις υπόλοιπες χώρες μέλη. Δεύτερος κίνδυνος είναι οι αποφάσεις της δεύτερης κυβέρνησης Τραμπ στις ΗΠΑ.
- **Στον πρώτο άξονα** ρίσκου βρίσκονται οι πρόωρες εκλογές στη Γερμανία στις 23 Φεβρουαρίου όπου και θα μπορούσαν να επισπεύσουν μία μεταρρύθμιση για το χρέος, όπως και η πολιτική αναταραχή στη Γαλλία. Εντούτοις, πέραν των αναγκαιών μεταρρυθμίσεων για την ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας που τονίσαμε και στην προηγούμενη Στρατηγική, είναι σημαντικό να αναφέρουμε και την κατάσταση στην αγορά εργασίας. Η έως τώρα ισχυρή αγορά εργασίας ενίσχυσε την ανθεκτικότητα στην Ευρωζώνη μέσω των πρόσφατων οικονομικών προκλήσεων, εντούτοις αυτό αναμένεται να αλλάξει εντός του 2025. Παρά τη συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας κατά τη διάρκεια της πανδημίας αλλά και της πρόσφατης ενεργειακής κρίσης, η αύξηση της απασχόλησης παρέμεινε σταθερή. Αυτή η απόκλιση οδήγησε σε πτώση της παραγωγικότητας της εργασίας καθώς οι επιχειρήσεις προχώρησαν στην αποθεματοποίηση του εργατικού δυναμικού (labour hoarding), διατηρώντας περισσότερους υπαλλήλους από αυτούς που δικαιολογούσε η οικονομική δραστηριότητα. **Στο δεύτερο άξονα**, η νέα κυβέρνηση Τραμπ ενδέχεται να δυσχεραίνει τις εμπορικές σχέσεις με την Ευρωζώνη. Εάν υποθέσουμε το ελάχιστο 10% στους δασμούς στις εξαγωγές της ΕΕ η ανάπτυξη θα κινηθεί σε χαμηλότερα από τα αναμενόμενα επίπεδα και το 2026. Ενώ ένας βασικός κίνδυνος είναι το πώς η νέα προτεραιότητα των ΗΠΑ για τον τερματισμό του πολέμου στην Ουκρανία θα διεκπεραιωθεί: στο σενάριο μίας σχεδιασμένης κατάπαυσης του πυρός η εμπιστοσύνη στην Ευρωζώνη θα τονωθεί καθώς

1 | Πραγματικό ΑΕΠ

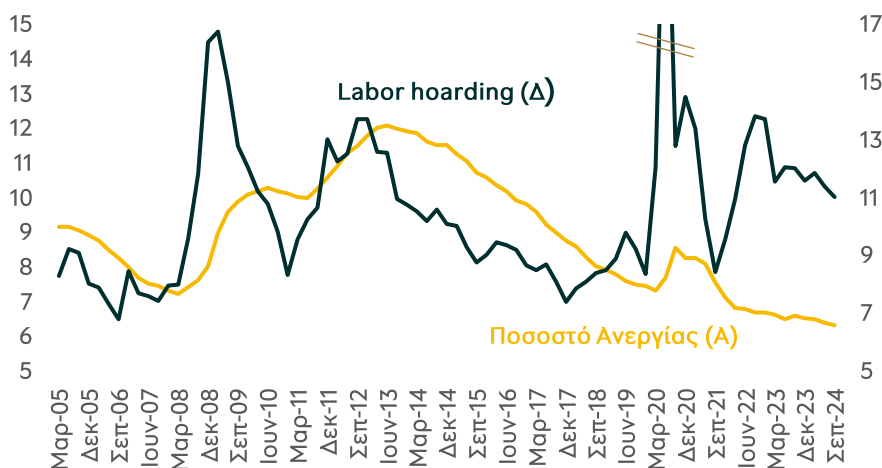


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

και η μείωση των τιμών της ενέργειας, ενώ αντίθετα μία μη σχεδιασμένη κατάπαυση θα μπορούσε να προκαλέσει ακόμη μεγαλύτερες προσφυγικές ροές και να επεκτείνει τη σύγκρουση με τη Ρωσία.

- Για το 2024, οι εκτιμήσεις παραμένουν σχεδόν αμετάβλητες με το πραγματικό ΑΕΠ να αναμένεται στο 0,8% και **περαπέρω επιπάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης το 2025 στο 1,1% από 1,4% της προηγούμενης Στρατηγικής**, εξαιτίας των προκλήσεων που αναφέραμε. Εντούτοις, θετική συμβολή αναμένεται να έχουν η συνέχιση της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ το 2025 και η προσφορά χρήματος που ανακάμπτει από τις αρχές του 2024.
- **Οι πρόδρομοι δείκτες PMI της Ευρωζώνης αντικατοπτρίζουν πλήρως τις μελλοντικές προκλήσεις** καθώς ο PMI μεταποίησης συνεχίζει και παραμένει κάτω του 50 σε ιστορικό χαμηλό των τελευταίων 12 μηνών τον Δεκέμβριο και συγκεκριμένα στο 45,1 από 45,2 το Νοέμβριο. Αντίστοιχα, ο σύνθετος δείκτης ανήλθε στο 49,5 τον Δεκέμβριο από 48,3 το Νοέμβριο, ενώ και ο δείκτης PMI των υπηρεσιών ανήλθε στο 51,4 από 49,5 τους αντίστοιχους μήνες. Η εικόνα επιβεβαιώνει τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει ο κλάδος της μεταποίησης στη Γερμανία και την Γαλλία, ενώ οι αδύναμες συνθήκες ζήτησης δεν μπορούν να λειτουργήσουν βοηθητικά στο σύνολο της Ευρωζώνης.
- Αντίστοιχη είναι και η εικόνα στους επιμέρους κλάδους καθώς η βιομηχανική παραγωγή παραμένει σε χαμηλά επίπεδα αλλά με μικρότερη μείωση κατά 1,2% σε ετήσια βάση τον Οκτώβριο από -2,2% τον Σεπτέμβριο εξαιτίας της μείωσης παραγωγής στον κλάδο της ενέργειας και των διαρκών και μη-καταναλωτικών αγαθών. Οι λιανικές πωλήσεις διατηρούν τα θετικά επίπεδα, με επιβράδυνση ωστόσο, καθώς ο ετήσιος ρυθμός τον Οκτώβριο αυξήθηκε κατά 1,9% από 3,0% τον προηγούμενο μήνα.
- Στην αγορά εργασίας οι συνθήκες παρέμειναν ευνοϊκές καθώς τον Οκτώβριο το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο νέο ιστορικά χαμηλό των τελευταίων 40 ετών, στο 6,3% αμετάβλητο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα. **Εντούτοις, και με βάση τις εκτιμήσεις για το labour hoarding αναμένουμε σημαντική αύξηση της ανεργίας εντός του 2025.**
- **Οι πληθωριστικές πιέσεις πλέον έχουν περιοριστεί σημαντικά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη**, καθώς ο πληθωρισμός το Νοέμβριο αυξήθηκε στο 2,2% από 2,0% τον Οκτώβριο, αύξηση που οφείλεται κυρίως στις τιμές των υπηρεσιών. Ο πυρήνας του πληθωρισμού το Νοέμβριο κινήθηκε με παρόμοια τάση στο 2,7% αμετάβλητος από τον προηγούμενο μήνα. Ακολούθως η ΕΚΤ προχώρησε το Δεκέμβριο όπως αναμενόταν στη μείωση των βασικών επιτοκίων της κατά 25 μ.β.

2 | Labour Hoarding & Αγορά Εργασίας

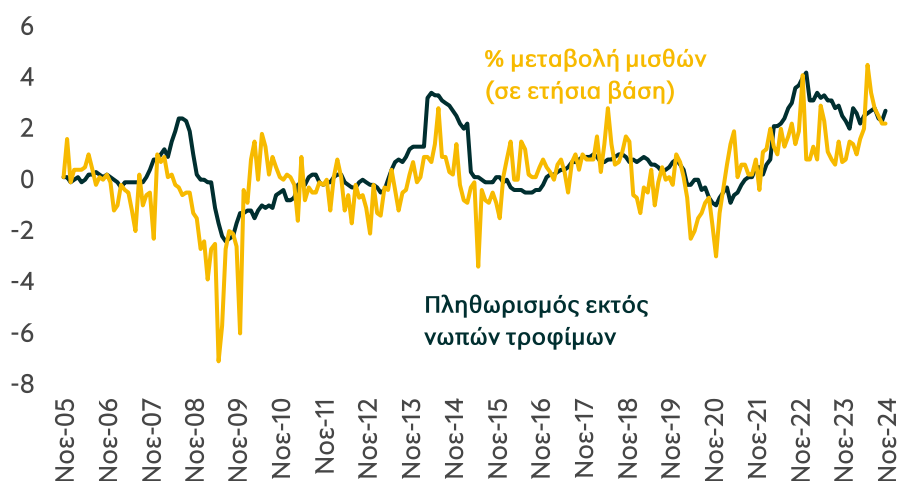


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2.3 Ιαπωνία: Στάσιμη η οικονομία το 2024

- **Άνοδος της οικονομικής δραστηριότητας κατά 0,3% σε τριμηνιαία βάση καταγράφηκε κατά το Γ' Τρίμηνο** (Β' τρίμ. 24: 0,5%), με την αυξημένη ιδιωτική κατανάλωση να αποτελεί τον κύριο ενισχυτικό παράγοντα. Σε ετήσια βάση αυξήθηκε 0,5% μετά από δύο διαδοχικά τρίμηνα συρρικνώσεως της (Β' τρίμ. 24: -0,9%). Έκτοτε, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες προδιαγράφουν συνέχιση του πολύ ήπιου ρυθμού ανάπτυξης που δεν αρκεί, ωστόσο, για να αποτρέψει την **οριακή συρρίκνωση της οικονομίας συνολικά για το 2024** (2023: 1,5%).
- **Κατά το 2025 οι συνθήκες εκτιμάται ότι θα είναι ελαφρά πιο ευνοϊκές.** Οι μισθολογικές αυξήσεις θα συνεχίσουν να ωθούν ανοδικά την εσωτερική ζήτηση, ενώ η ικανοποιητική εταιρική κερδοφορία και η πρόσφατη εξέλιξη των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών (PMI και Τάνκαν) ευνοεί την πραγματοποίηση νέων επενδύσεων. Θετικά επιδρά και η διατήρηση του πληθωρισμού στο σχετικά χαμηλό εύρος 2,5%-3,0%, ενώ στη συγκράτηση των πληθωριστικών πιέσεων θα συμβάλλει και η διαφαινόμενη διατήρηση των τιμών της ενέργειας το επόμενο διάστημα σε επίπεδο όχι σημαντικά υψηλότερο του σημερινού. Από την άλλη, όμως, ο χαμηλός ρυθμός ανάπτυξης βασικών εμπορικών εταιρών της, η αλλαγή της δασμολογικής πολιτικής των ΗΠΑ με τις γενικότερες αλλαγές που αυτή θα επιφέρει και η παύση της διολίσθησης της συναλλαγματικής ισοτιμίας του γιεν θα επιδράσουν περιοριστικά στις εξαγωγές. Επιπλέον, εντείνεται το πρόβλημα του γηράσκοντος πληθυσμού και των δυσχερειών κάλυψης των κενών θέσεων εργασίας περιορίζοντας το περιθώριο δημοσιονομικής ενίσχυσης της ανάπτυξης. Τέλος, σημαντικό μειονέκτημα συγκριτικά με τις άλλες μεγάλες οικονομίες αποτελεί η υστέρηση στην ανάπτυξη νέων καινοτομιών.
- Παράλληλα, **η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού** (χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Νοέμ. 24: 2,7%) **αναμένεται να συνεχιστεί αν και με αργό ρυθμό** λόγω της προβλεπόμενης συνέχισης των μισθολογικών αυξήσεων με την Τράπεζα της Ιαπωνίας να τοποθετεί την επιστροφή του πληθωρισμού στον στόχο του 2% προς το Β' Εξάμηνο του 2025. Ως εκ τούτου προχωρά με πολύ προσεκτικά βήματα στον εξορθολογισμό της πολύ χαλαρής νομισματικής πολιτικής της. Ενδεικτικά, αναμένεται το επιτόκιο πολιτικής της να διαμορφωθεί μόλις στο 1% το 2026 (από 0,25% σήμερα).
- Συνεπώς, **ο ρυθμός ανάπτυξης το 2025 αναμένεται να διαμορφωθεί περί το 1%** ή και να το ξεπεράσει ελαφρά και να διατηρηθεί γύρω στο 1% το 2026.

1 | Πληθωρισμός & Μεταβολή Μισθών

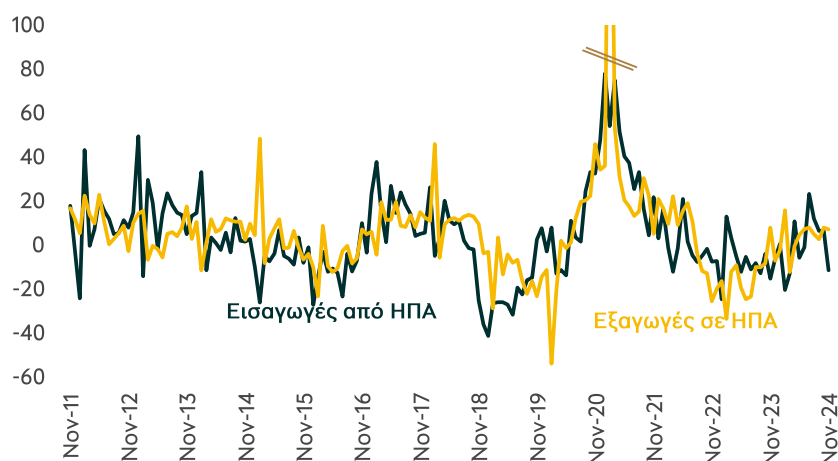


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2.4 Κίνα: Βασικό ερωτηματικό το ύψος των νέων δασμών από πλευράς ΗΠΑ

- **Ο ρυθμός ανάπτυξης κατά το Γ' Τρίμηνο του 2024 διαμορφώθηκε στο 4,6% σε ετήσια βάση**, ελαφρά χαμηλότερος συγκριτικά με του Β' τριμήνου (4,7%). Συνολικά για τους εννέα πρώτους μήνες υπολογίζεται στο 4,8%, πολύ κοντά στον κυβερνητικό στόχο του «περίπου 5%» για φέτος. Κατά το Δ' Τρίμηνο, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες συνεχίζουν γενικά να κινούνται στο επίπεδο του Γ' Τριμήνου. Ωστόσο, είναι ορατές κάποιες μικρές ενδείξεις βελτίωσης σε ορισμένους τομείς (π.χ. αγορά ακινήτων, μεταποίηση) αποδιδόμενες στα μέτρα που ανακοινώθηκαν κατά το τελευταίο διάστημα (όπως: μείωση των βασικών επιτοκίων δανεισμού, χαλάρωση των όρων χορήγησης στεγαστικών δανείων, μείωση του ποσοστού υποχρεωτικών ρευστών διαθεσίμων, δυνατότητα παρέμβασης των τοπικών κυβερνήσεων στην αγορά ακινήτων). Σύμφωνα με πρόσφατη δήλωση του Προέδρου της Κίνας, επαναβεβαιώθηκε ότι **ο ρυθμός ανάπτυξης το 2024 εκτιμάται στο 5% περίπου**.
- **Για το 2025 η αβεβαιότητα εμφανίζεται σημαντικά μεγαλύτερη**. Από τη μια, αναμένεται μεγαλύτερη καταγραφή της θετικής επίδρασης των μέτρων που θα ενισχύσουν, συγκρατημένα έστω, την εσωτερική ζήτηση, ελαφρά τον πληθωρισμό και να βελτιώσουν σε κάποιον βαθμό την κατάσταση στην αγορά ακινήτων. Επιπλέον, αναμένεται πρόσκαιρη αύξηση των εξαγωγών εν αναμονή της ανακοίνωσης του νέου δασμολογικού καθεστώτος για τις κινεζικές εξαγωγές στις ΗΠΑ. Από την άλλη, όμως, δεν είναι ακόμη δυνατή κάποια εκτίμηση για τη συνολική προστιθέμενη αξία και κυρίως για τον πρόσκαιρο ή μη χαρακτήρα της θετικής επίδρασης των μέτρων στην αναπτυξιακή δυναμική. Επιπρόσθετα, οι νέοι δασμοί των ΗΠΑ θα επιδράσουν αρνητικά στις κινεζικές εξαγωγές, ενώ δεν αποκλείεται να θεσπιστούν επιπλέον περιορισμοί σε υλικά/προϊόντα σχετιζόμενα με την υψηλή τεχνολογία εξαγόμενα στην Κίνα από τις ΗΠΑ/στενούς συμμάχους τους. Αυτά, σε συνδυασμό με την υψηλή παραγωγική δυναμικότητα του βιομηχανικού τομέα της Κίνας θα απαιτήσει ανασχεδιασμό της κατεύθυνσης των εξαγωγών προς άλλους προορισμούς, όπως την Ευρωζώνη, επηρεάζοντας πτωτικά τις τιμές.
- **Για τη στήριξη της οικονομίας αναμένεται κάποια περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, συγκρατημένη διολίσθηση του γουάν, διατήρηση ενός σχετικά υψηλού δημοσιονομικού ελλείμματος** και κάποια ελαφρά ενίσχυση του πληθωρισμού (Νοέμ. 24: 0,2%).
- Συμπερασματικά, για **το 2025 προβλέπεται περαιτέρω συγκράτηση του ρυθμού ανάπτυξης γύρω στο 4,5%**, ενώ για το 2026 εκτιμάται να επιβραδυνθεί προς το 4%.

1 | Εμπορευματικές συναλλαγές Κίνας-ΗΠΑ (ετήσια % μεταβολή)

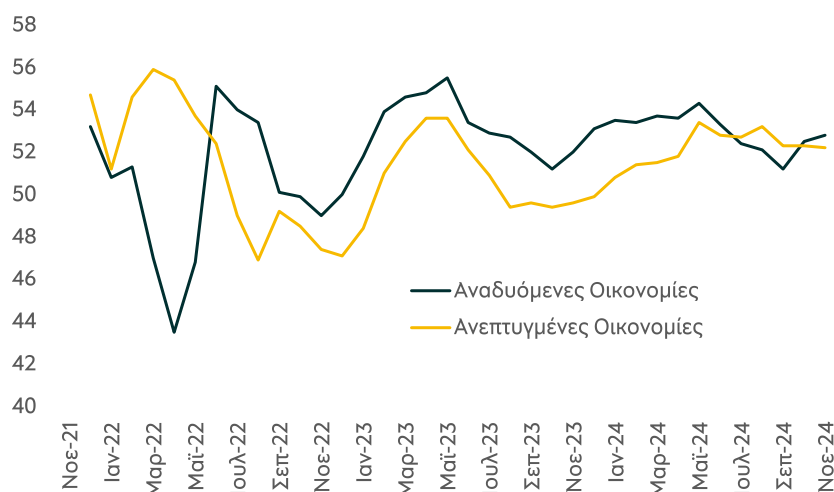


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

- **Βασική ανησυχία για το 2025 στις αναδυόμενες οικονομίες είναι η αναμενόμενη χάραξη πολιτικής εμπορίου στη νέα θητεία του Ντ. Τραμπ, καθώς όποια απόφαση νέων δασμών και περιορισμών στο εμπόριο αναμένεται να λειτουργήσουν αρνητικά στις χώρες αυτές.** Εντούτοις, η οικονομική δραστηριότητα το 2024 στις αναδυόμενες οικονομίες απεδείχθη για ακόμη μία χρονιά ιδιαίτερα σταθερή, καθώς στο σύνολό τους η πλειοψηφία παραμένει σε τροχιά ανάπτυξης καθώς και σε καλύτερα επίπεδα από το αναμενόμενο. Με βάση τα τρέχοντα στοιχεία των αναδυόμενων οικονομιών εκτός Κίνας το Γ' τρίμηνο του 2024 το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 4,2% ετησίως από 4,5% το Β' τρίμηνο εξαιτίας κυρίως της εγχώριας ζήτησης, ενώ βελτίωση υπάρχει και στην εξωτερική ζήτηση αλλά σε χαμηλότερους ρυθμούς. Επιπλέον η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής των προηγούμενων ετών αναμένεται να συνεχίσει να συμβάλει θετικά στο πραγματικό ΑΕΠ μέσω της ενδυνάμωσης της εγχώριας κατανάλωσης καθώς και του διαθέσιμου εισοδήματος στις αναδυόμενες χώρες.
- **Η σταθερή οικονομική ανάπτυξη έχει σημαντικό ρόλο και στην αναγκαία δημοσιονομική εξυγίανση των χωρών, κάτι το οποίο καθυστέρησε τα προηγούμενα έτη.** Αυτό διαφαίνεται ήδη σε αναδυόμενες χώρες της Λατινικής Αμερικής, όπου ήδη έχουν ξεκινήσει να λαμβάνουν μέτρα στο δημοσιονομικό τομέα, ενώ και η αγορά εργασίας αντιμετωπίζει ευνοϊκές συνθήκες.
- **Για το 2024 και το 2025 οι αναδυόμενες οικονομίες αναμένεται να αναπτυχθούν κατά 4,0% ετησίως και 4,2% αντιστοίχως.** Βασικοί παράγοντες της ανάπτυξης είναι η διεύρυνση της νομισματικής χαλάρωσης, η οποία μπορεί να τονώσει την εγχώρια και την εξωτερική ζήτηση, η μείωση του κόστους δανεισμού και των τιμών των εμπορευμάτων. Εξίσου σημαντικές είναι όμως και οι αλλαγές στις εμπορικές ροές, συμπεριλαμβανομένων των προσπαθειών ορισμένων αναδυόμενων χωρών και εταιρειών να διαφοροποιηθούν μακριά από τις Η.Π.Α. και την Κίνα, καθώς στην τρέχουσα συγκυρία είναι αβέβαιες οι επιπτώσεις της αναμενόμενης πολιτικής της δεύτερης θητείας του Τραμπ.
- Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται να έχει μεικτή εικόνα στις αναδυόμενες αγορές, καθώς η πλειοψηφία αναμένεται να συνεχίσει τις μειώσεις, ενώ μεγάλες οικονομίες όπως η Βραζιλία εκτιμάται ότι θα σταματήσει ή θα παύσει σε σχέση με τη δυναμική που είχε το 2023 και το 2024 καθώς παρατηρείται μία συνολική επιτάχυνση του ρυθμού του πληθωρισμού τους τελευταίους μήνες, γεγονός που έχει ήδη βάλει τις Κεντρικές Τράπεζες σε καθεστώς αναμονής.

1 | Πρόδρομοι Δείκτες Οικονομίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

03 Μετοχές

3.1 ΗΠΑ : Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψη λόγω αποτιμήσεων

- **Συνεχίστηκε η ανοδική κίνηση των μετοχικών αγορών και το Δ' τρίμηνο, κυρίως μετά τα αποτελέσματα των εκλογών** και την ξεκάθαρη νίκη των ρεπουμπλικάνων, οι οποίοι ελέγχουν πλέον και τα τρία σώματα της αμερικανικής κυβέρνησης. Συγκεκριμένα, για το έτος, ο S&P 500 ενισχύθηκε (συνολική απόδοση) κατά 25%, ο ισοβαρής S&P 500 κατά 13%, ο τεχνολογικός δείκτης Nasdaq κατά 30% και οι μεγαλύτερες τεχνολογικές εταιρίες (Magnificent 7) κατά 67%. Σε κλαδικό επίπεδο οι εταιρίες υπηρεσιών επικοινωνίας είχαν συνολική απόδοση 40,2%, οι τράπεζες 37,2% και οι τεχνολογικές εταιρίες 36,6%. Από τις προγραμματικές εξαγγελίες του Πρόεδρου Τραμπ γνωρίζουμε τα εξής: 1) **Μείωση της εταιρικής φορολογίας** από 21% σε 15%. Ωφελημένες θα είναι κατά κύριο λόγο οι μεσαίες και μικρές επιχειρήσεις. Στο ίδιο θέμα, έχει γίνει πρόταση για μείωση της φορολογικής κλίμακας των ιδιωτών. 2) **Λιγότερους κανονισμούς** (regulations). Άμεσα ωφελημένοι είναι ο κλάδος των χρηματοοικονομικών και πιο συγκεκριμένα οι τράπεζες, η βιομηχανία και η ενέργεια. Σε επίπεδο δεικτών ωφελούνται, ο ισοβαρής S&P 500, ο δείκτης μεσαίας κεφαλαιοποίησης (S&P 600) και ο δείκτης μικρής κεφαλαιοποίησης (Russell 2000). 3) **Αλλαγές στο παγκόσμιο εμπόριο λόγω δασμών** που πρόκειται να επιβληθούν. Ωφελημένες θα είναι εταιρίες που εξαρτώνται από την εγχώρια εφοδιαστική αλυσίδα και διανέμουν τα προϊόντα στην εγχώρια αγορά. Υπάρχει όμως σημαντική αβεβαιότητα για τα παραπάνω όσον αφορά τον χρόνο και τον βαθμό υλοποίησης των εξαγγελιών αλλά και τους κινδύνους που μπορεί να προκύψουν, όπως μια απρόσμενη αύξηση του πληθωρισμού.
- **Λόγω των αβεβαιοτήτων αυτών στην μετεκλογική περίοδο, παρατηρούμε ότι υπερ-απέδωσαν πάλι οι γνωστές εταιρίες τεχνολογίας** υποστηριζόμενες από τη θεματική της Τεχνητής Νοημοσύνης (TN). Η τάση αυτή έχει οδηγήσει τις αποτιμήσεις και τη συγκέντρωση της αγοράς σε υψηλά επίπεδα. Πέρα από τους λόγους τιμής προς κέρδη, ενδιαφέρον έχει ο λόγος της κεφαλαιοποίησης του αμερικανικού χρηματιστηρίου (Δείκτης Wilshire 5000) ως ποσοστό του ονομαστικού ΑΕΠ, ο οποίος βρίσκεται τώρα στο 200% (Διάγραμμα 1). Τα εταιρικά κέρδη, τα οποία πρόσφατα είναι «ενισχυμένα» τόσο λόγω της παγκοσμιοποίησης όσο και λόγω της ολιγοπωλιακής πλέον διάρθρωσης της αγοράς, συμπεριλαμβάνονται στον υπολογισμό του ΑΕΠ, οπότε η διαχρονική σύγκριση έχει νόημα. Αυτό που έχει αλλάξει είναι τα επιτόκια. Πράγματι, τα τελευταία χρόνια το κόστος χρήματος έχει μειωθεί. Έτσι, για παράδειγμα, όταν το 1999 ο λόγος αυτός ήταν 143%, και το εταιρικό κόστος χρη-

1 | Κεφαλαιοποίηση / Ονομαστικό ΑΕΠ ΗΠΑ

250%

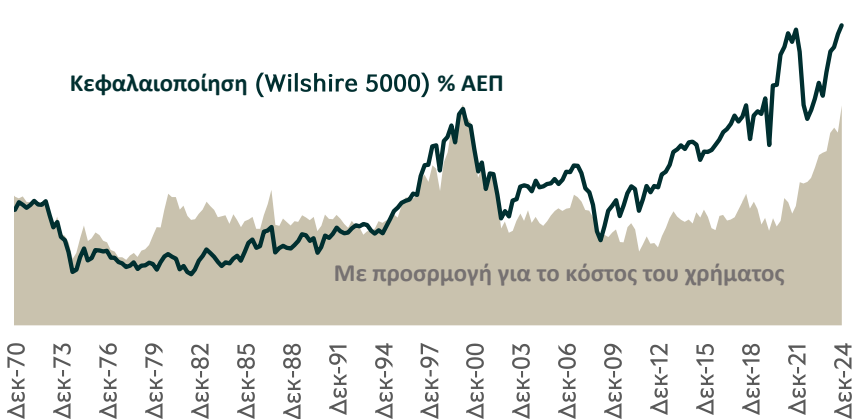
200%

150%

100%

50%

0%



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ματοδότησης (διαβάθμιση Moody's BAA) ήταν 8,4%, ενώ τώρα είναι 6%. Συνεκτιμώντας το κόστος χρήματος, ο δείκτης αυτός προσαρμόζεται στο 145%, σε επίπεδα αντίστοιχα με το 1999. Ο διαχρονικός μέσος όρος του προσαρμοσμένου αυτού δείκτη βρίσκεται στο 75%. Η διάσταση του κόστους χρήματος είναι σημαντική σε ένα περιβάλλον αβεβαιότητας για την αγορά ομολόγων και όπου αναμένουμε ότι τα οφέλη της TN θα είναι πιο μακροχρόνια από ό,τι θεωρεί η αγορά.

- Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών για το 2025 είναι αισιόδοξες. Αναλυτικότερα, αναφορικά με τον S&P 500, η αγορά εκτιμάει αύξηση στο EPS κατά +16%, για τον δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης S&P 600 +41% και για τους Nasdaq και Nasdaq 100 +25% και +22% αντίστοιχα. Με βάση τις παραπάνω εκτιμήσεις, ο S&P 500 διαπραγματεύεται με P/E 22x (μέσος όρος 20ετίας 18), ο S&P 600 16x (μ.ο 20) και ο Nasdaq 100 27x (μ.ο. 23).
- **Με βάση τα παραπάνω, διατηρούμε την ηπία αρνητική άποψη για την μετοχική αγορά των ΗΠΑ.** Με τις υψηλές επιμέρους αποτιμήσεις του S&P 500 και των τεχνολογικών κλάδων συνεχίζουμε να προτιμούμε κλάδους με καλές προοπτικές ανάπτυξης και χαμηλές αποτιμήσεις. Συγκεκριμένα, θεωρούμε ότι **αμυντικοί κλάδοι (Υγείας, Κοινής Ωφέλειας)** παραμένουν προφυλαγμένοι από τυχόν απογοητεύσεις στην κερδοφορία, ενώ **κυκλικοί κλάδοι (Τράπεζες, Ενέργεια)** θα ευνοηθούν από τις εξαγγελίες μέτρων της νέας ηγεσίας των ΗΠΑ. Πιο αναλυτικά, από τους αμυντικούς κλάδους, συνεχίζουμε να προτιμούμε τις εταιρείες Κοινής Ωφέλειας (Utilities) καθώς συνδυάζουν υψηλή μερισματική απόδοση και χαμηλές αποτιμήσεις (P/E, P/BK, PEG ratio). Ταυτόχρονα, η αύξηση της ζήτησης για ηλεκτρική ενέργεια –data centers/AI, electric vehicles - καθιστά ελκυστικό τον κλάδο και αναμένουμε να ευνοηθεί αναπτυξιακά τα επόμενα χρόνια. Ο κλάδος της Υγείας συνδυάζει υψηλές εκτιμήσεις κερδοφορίας (33,43%) με χαμηλές αποτιμήσεις (P/E, PEG ratio, EV/Ebitda). Από τους Κυκλικούς κλάδους ξεχωρίζουμε τις Τράπεζες και την Ενέργεια. Πιο διεξοδικά, ο κλάδος της Ενέργειας έχει υψηλή μερισματική απόδοση (3,32%), χαμηλό P/E (14,16) καθώς και τη χαμηλότερη δανειακή επιβάρυνση (Debt/Equity). Ο Τραπεζικός Κλάδος προσφέρει υψηλή μερισματική απόδοση (2,82%) και ελκυστικές αποτιμήσεις όπως χαμηλό P/BK (1,39) και PEG ratio (0,46). Εστιάζοντας στις μερισματικές αποδόσεις διατηρούμε την προτίμηση μας για τους **Dividend Aristocrats**. Τέλος από τους **κλάδους ανάπτυξης** ξεχωρίζουμε τον κλάδο των **Υπηρεσιών Επικοινωνίας** (Διάγραμμα 2) καθώς χαρακτηρίζεται ως ο πιο φθηνός από πλευράς αποτιμήσεων με το χαμηλότερο P/E (19,74) και PEG ratio (0,36). Παράλληλα διαθέτει ελκυστικές αποτιμήσεις (EV to Ebitda, Debt/Equity).

2 | Κλάδος Υπηρεσιών Επικοινωνιών vs S&P 500

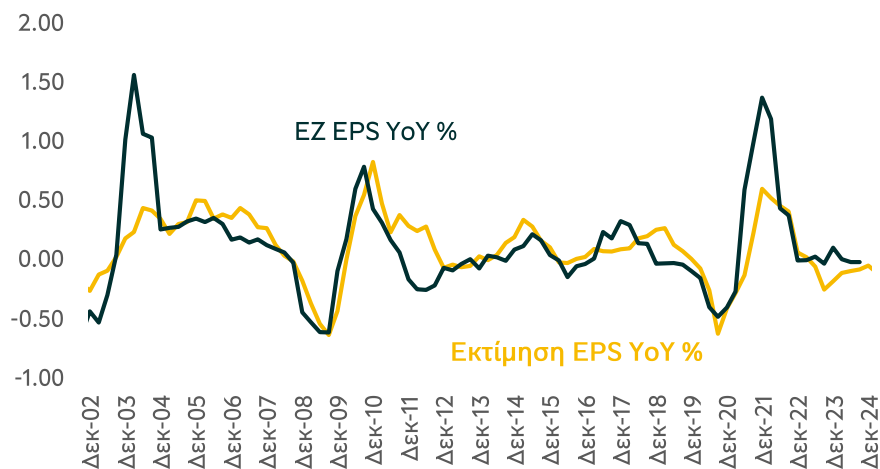


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

3.2 Ευρωζώνη : Αρνητική άποψη

- **Το Δ΄ τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx υποαπέδωσε έναντι του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World.** Τα οικονομικά στοιχεία της ΕΖ εξακολουθούν να είναι αδύναμα, ενώ η μετοχική αγορά δέχεται πιέσεις από τους αναμενόμενους δασμούς που θα επιβάλλει η επόμενη αμερικανική κυβέρνηση προς την ΕΖ και την Κίνα. Επίσης η πολιτική αβεβαιότητα στην Γερμανία και τη Γαλλία καθώς και η κατάσταση στα γεωπολιτικά επιβαρύνουν περισσότερο το επενδυτικό κλίμα και αυξάνουν την μεταβλητότητα. Σύμφωνα με την επικεφαλής της ΕΚΤ Κ. Λαγκάρντ αν και η ανάπτυξη στην ΕΖ ενισχύθηκε κάπως το Γ΄ τρίμηνο φαίνεται ότι επιβραδύνεται εκ νέου το Δ΄ τρίμηνο. Ο τομέας της μεταποίησης συνεχίζει να συρρικνώνεται ενώ η ανάπτυξη στις υπηρεσίες επιβραδύνεται. Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις της αγοράς οι μειώσεις των επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα θα συνεχιστούν και μέσα στο 2025.
- **Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιριών του Euro Stoxx (EPS) υποχώρησαν σημαντικά δείχνοντας σχεδόν μηδενική μεταβολή (+0,01%) για το 2024 σε σχέση με το προηγούμενο έτος.** Για το 2025 οι εκτιμήσεις αν και μειώθηκαν από το προηγούμενο τρίμηνο παραμένουν σε υψηλό επίπεδο στο +8,6%. Βέβαια, προκειμένου να υποστηριχθούν οι προσδοκίες της αγοράς για την κερδοφορία των εταιριών το 2025 απαιτείται σημαντική βελτίωση στα μακροοικονομικά στοιχεία η οποία μέχρι τώρα δεν έχει διαφανεί. Σύμφωνα με τα στοιχεία που επηρεάζουν τα κέρδη των εταιριών της ΕΖ, όπως η κερδοφορία των εταιριών στις ΗΠΑ, η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου, το spread των 10ετών ομολόγων της ΕΖ με τις ΗΠΑ, η δίκαιη τιμή για την κερδοφορία παραμένει σε χαμηλότερα επίπεδα (Διάγραμμα 1). **Σε όρους αποτιμήσεων (P/E), η αγορά εξακολουθεί να εμφανίζεται αρκετά πιο φθηνή από την αμερικανική,** καθώς επικρατεί η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της οικονομίας της ΕΖ εν μέσω δασμών και γεωπολιτικών εξελίξεων. Το P/E της ΕΖ ακολουθεί γενικά το P/E του αμερικανικού δείκτη S&P 500 καθώς εμφανίζει υψηλή συσχέτιση, ωστόσο για να κινηθεί ανοδικά απαιτείται βελτίωση των οικονομικών συνθηκών. Η νομισματική πολιτική έχει γίνει πιο υποστηρικτική από την ΕΚΤ και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος M1 έχει ανακάμψει (Διάγραμμα 2), ωστόσο χρειάζεται μεγαλύτερη αύξηση του ρυθμού αυτού, αλλά και ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας των μεγαλύτερων οικονομιών της (Γερμανία, Γαλλία), ώστε να στηριχθούν οι μετοχικές αποτιμήσεις. **Υποβαθμίζουμε την άποψή μας από ήπια αρνητική σε αρνητική.**

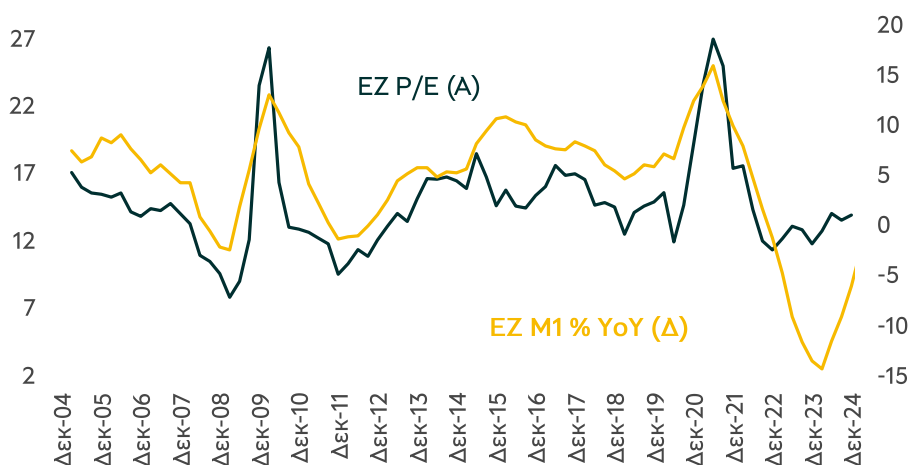
1 | Μεταβολή (YoY%) Euro Stoxx EPS & Εκτίμηση μεταβολής EPS



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

- **Καθώς διατηρείται μεγάλη αβεβαιότητα για την δυναμική της ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, διαλέγουμε ένα μείγμα αμυντικών κλάδων αλλά και κυκλικών με αποτιμήσεις οι οποίες να μπορούν να αντέξουν μια σχετικά περιορισμένη αρνητική έκπληξη.**
- Οι κλάδοι που ξεχώρισαν σε απόδοση το Δ' τρίμηνο του έτους ήταν τα Χρηματοοικονομικά (συμπεριλαμβανομένων των Τραπεζών) και η Τεχνολογία, ενώ τις μεγαλύτερες απώλειες σημείωσαν τα Ακίνητα, οι Πρώτες Ύλες και η Υγεία.
- **Ο κλάδος των Τηλεπικοινωνιών** παρουσιάζει ενδιαφέρον καθώς παρά την ανοδική κίνησή του από την αρχή του έτους, εμφανίζει δυνατά θεμελιώδη στοιχεία. Οι συνεχιζόμενες επενδύσεις για τον εκσυγχρονισμό των δικτύων και την κάλυψη της αυξανόμενης ζήτησης για ψηφιακές υπηρεσίες θα οδηγήσουν στην περαιτέρω ανάπτυξή τους. Ο κλάδος παραμένει φθηνός σε όρους P/BV συγκριτικά με τον ιστορικό του μέσο. **Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε θετική.**
- **Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Τραπεζών** ο οποίος εξακολούθησε την ανοδική του πορεία και το Δ' τρίμηνο, παραμένοντας φθηνός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 6,7x) με πολύ υψηλή μερισματική απόδοση (7,4%). **Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο της Κοινής Ωφελείας,** παρά την υποχώρηση που σημείωσε το Δ' τρίμηνο καθώς είναι αμυντικός και επωφελείται από το περιβάλλον της μείωσης των επιτοκίων από την ΕΚΤ. Ο κλάδος έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 9,1x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,9%). **Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Ακινήτων** παρά την αρνητική του απόδοση το Δ' τρίμηνο καθώς θα επωφεληθεί από τη συνέχιση της μείωσης των επιτοκίων στην ΕΖ. Ο κλάδος έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 12x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,4%). **Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο της Ενέργειας** παρά τις αρνητικές εκτιμήσεις για την κερδοφορία του 2024, καθώς συνεχίζει να είναι ελκυστικός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 10x, μερισματική απόδοση 4%). Η πτώση της τιμής του πετρελαίου έχει επηρεάσει αρνητικά την απόδοση του κλάδου, ωστόσο θεωρούμε ότι το πετρέλαιο στα τρέχοντα επίπεδα είναι δίκαια αποτιμημένο.

2 | Euro Stoxx P/E & EZ M1 % YoY

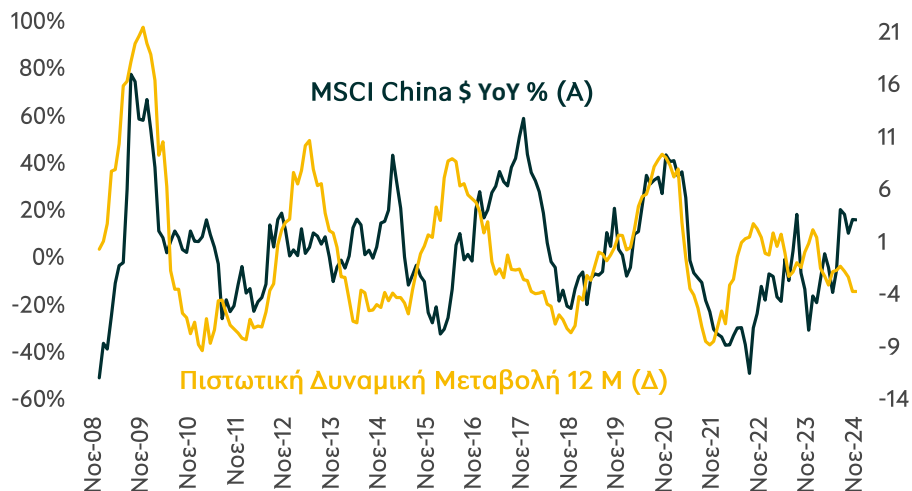


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

3.3 Ιαπωνία, Αναδυόμενες Αγορές & Κίνα : Ήπια Αρνητική

- Η ιαπωνική μετοχική αγορά σημείωσε μεγάλη μεταβλητότητα το Δ' τρίμηνο. Στα μακροοικονομικά στοιχεία το ΑΕΠ του Γ' τριμήνου αλλά και ο πληθωρισμός ενισχύθηκαν υψηλότερα των προσδοκιών και οι τιμές του πληθωρισμού ενισχύθηκαν περισσότερο του αναμενόμενου. Ωστόσο πτωτική παραμένει η τάση για τους δείκτες στη μεταποίηση και τις υπηρεσίες. Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας βρίσκεται σε στάση αναμονής, ενώ σύμφωνα με τις προσδοκίες της αγοράς τα επιτόκια θα αυξηθούν το Α' τρίμηνο του 2025. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τις εταιρίες του ιαπωνικού δείκτη TOPIX έχει υποχωρήσει σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, ωστόσο διατηρείται σε ικανοποιητικά επίπεδα (10,1% και 8,5%) για τα έτη 2024 και 2025. Σε όρους αποτίμησης (P/E 13,9x) η μετοχική αγορά είναι φθηνότερη από την αμερικανική αλλά ελαφρώς πιο ακριβή από την ευρωπαϊκή αγορά. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία.**
- **Υποβαθμίζουμε την άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές από ουδέτερη σε ήπια αρνητική.** Το Δ' τρίμηνο ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (AA) υποχώρησε σημαντικά καθώς όλες οι κύριες μετοχικές αγορές των AA σημείωσαν απώλειες με τις μεγαλύτερες να καταγράφονται στην μετοχική αγορά της Κίνας. Η διαφορά της ανάπτυξης του ΑΕΠ των αναδυόμενων έναντι των ανεπτυγμένων αγορών παραμένει, ωστόσο οι AA είναι ευάλωτες σε δασμούς και στην ισχυροποίηση του δολαρίου. Σε επίπεδο μεταποίησης και εξαγωγών οι AA συνεχίζουν να εμφανίζουν καλύτερη εικόνα από τις ανεπτυγμένες οικονομίες, ωστόσο ο πληθωρισμός συνεχίζει να κινείται ανοδικά, εγείροντας ερωτηματικά για την πορεία των επιτοκίων από τις κεντρικές τράπεζες των AA. Το γεωπολιτικό ρίσκο και οι επικείμενες εμπορικές εντάσεις με τις ΗΠΑ, προκαλούν αβεβαιότητα ενώ και οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των AA έναντι του ισχυρότερου δολαρίου επηρεάζουν αρνητικά τις αποδόσεις των μετοχικών αγορών. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών παραμένει υψηλότερη από της ΕΖ (14% και 13% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα) και σε όρους αποτίμησης (P/E 14x) βρίσκεται σε υψηλότερο επίπεδο από αυτό της ΕΖ. **Στην Κίνα** το θετικό αποτέλεσμα στην μετοχική αγορά μετά τα πρόσφατα μέτρα στήριξης που ανακοινώθηκαν ήταν βραχυπρόθεσμο, καθώς οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν, ενώ δεν επιταχύνθηκε η πιστωτική δυναμική της οικονομίας (Διάγραμμα 1). Πλήγμα στην αγορά έφερε και η ανακοίνωση πρόσθετων δασμών από την νέα αμερικανική κυβέρνηση. **Υποβαθμίζουμε την άποψή μας από ουδέτερη σε ήπια αρνητική σε ευθυγράμμιση με τα μακροχρόνια θεμελιώδη της οικονομίας.**

1 | MSCI China σε USD (YoY %) & Πιστωτική Δυναμική (Δ%)



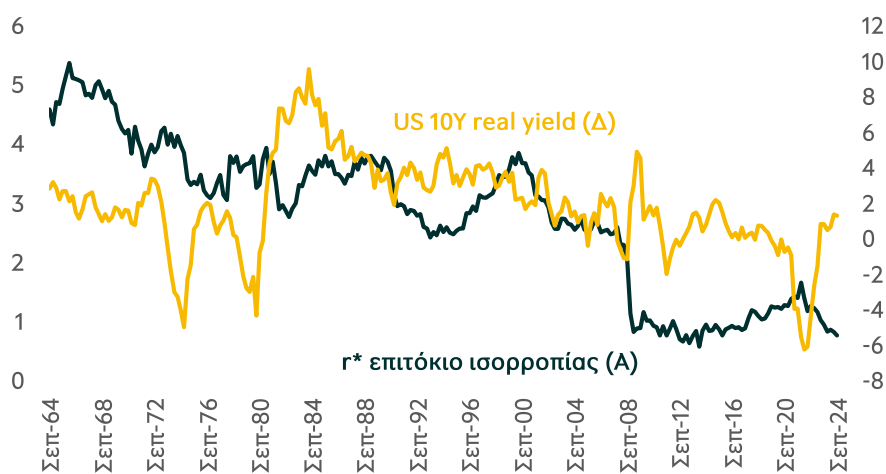
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

04 Ομόλογα

4.1 ΗΠΑ| Κρατικά: Διατηρούμε την άποψή μας Ήπια Θετική

- Αξιοσημείωτη διόρθωση παρουσίασαν οι τιμές των κρατικών ομολόγων ΗΠΑ το Δ' τρίμηνο (σημαντική άνοδος των αποδόσεων) εν μέσω αυξημένης μεταβλητότητας. **Αυτό οφείλεται στην προσαρμογή των εκτιμήσεων της αγοράς για τις μειώσεις επιτοκίων της Fed, στην ευμετάβλητη εικόνα της αγοράς εργασίας και στον πιθανό δημοσιονομικό αντίκτυπο που θα έχει η εφαρμογή του προγράμματος του Προέδρου Τραμπ.** Η νίκη των Ρεπουμπλικάνων σε όλα τα νομοθετικά σώματα και η δέσμευση του Προέδρου Τραμπ για πολιτικές όπως δασμοί, μείωση φόρων, εμπορικό προστατευτισμό οδήγησαν σε προβληματισμό για την πορεία του ήδη επιβαρυσμένου δημοσιονομικού ελλείμματος στις ΗΠΑ οδηγώντας ανοδικά το term premium (ασφάλιστρο κινδύνου χρονικής διακράτησης). Οι μειώσεις της φορολογίας και οι δασμοί έχουν σε σημαντικό βαθμό ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό, όχι όμως για την πιθανότητα ύφεσης. Παράλληλα, τα στοιχεία για τον δείκτη πληθωρισμού PCE που παρακολουθεί η Fed δείχνουν αποκλιμάκωση με αργό μεν αλλά σταθερό ρυθμό. Ταυτόχρονα, οι καθαρές θέσεις πώλησης στα 10ετή ομόλογα έχουν μειωθεί σημαντικά από τα υψηλά του Σεπτεμβρίου.
- **Η οικονομία των ΗΠΑ αν και ισχυρή δεν μπορεί να αντέξει τα υψηλά επιτόκια για μεγάλο χρονικό διάστημα, όπως φαίνεται και στο Διάγραμμα (1),** στο οποίο διαφαίνεται ότι με βάση το επιτόκιο ισορροπίας r^* (το οποίο ούτε διευκολύνει, ούτε περιορίζει την ανάπτυξη) τα πραγματικά δεκαετή επιτόκια θα έπρεπε να διαμορφωθούν χαμηλότερα του 1% (0,8%).
- **Αναγνωρίζοντας ότι βραχυπρόθεσμα οι αποδόσεις ενδεχομένως να συνεχίσουν ελαφρώς ανοδικά, διατηρούμε την ήπια θετική μας στάση για τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ,** καθώς θεωρούμε ότι η διατήρηση υψηλών επιτοκίων θα στρέψει την προσοχή της αγοράς στον αντίκτυπο που θα έχουν στην αναπτυξιακή δυναμική της οικονομίας των ΗΠΑ, οδηγώντας τελικά τις αποδόσεις χαμηλότερα. Παράγοντες κινδύνου για τη στρατηγική μας, αποτελούν μια απρόσμενη άνοδος του πληθωρισμού ή ένας δημοσιονομικός εκτροχιασμός στις ΗΠΑ, γεγονότα που θα διατηρούσαν τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα.

1 | US 10yr Real Yield & Επιτόκιο Ισορροπίας (r^*)

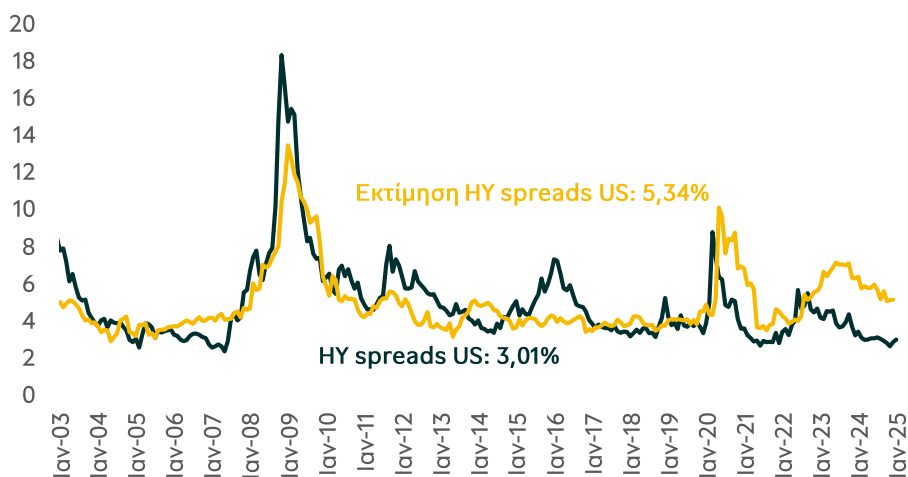


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

- Τα spreads των αμερικανικών εταιρικών ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης (IG) στις 8 Νοεμβρίου κατέγραψαν χαμηλό (74 μ.β.) από το 1998, προτού ανέβουν στις 80 μ.β. στα τέλη του έτους. Παρόμοια εικόνα και για τα spreads των HY. Η πτώση αυτή οφείλεται σε μια σειρά παραγόντων. Αρχικά, **οι δείκτες μεταβλητότητας** τόσο της μετοχικής κατηγορίας (VIX) που επηρεάζει τα HY, όσο και της ομολογιακής (MOVE) **παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα. Ο πληθωρισμός συνεχίζει την τάση αποκλιμάκωσής του** και η Fed μειώνει τα επιτόκια. Επίσης, **η οικονομία φαίνεται ότι επαληθεύει το σενάριο ομαλής προσγείωσης, οι περισσότεροι ισολογισμοί εμφανίζονται ανθεκτικότεροι των προβλέψεων** και χωρίς αρνητικές εκπλήξεις στις πιστοληπτικές αξιολογήσεις.
- Για τα IG, αρκετοί χρηματοοικονομικοί δείκτες εμφανίζονται ισχυροί, όπως ο προσαρμοσμένος δείκτης κερδοφορίας Ebitda Margin που βρίσκεται σε υψηλό (30,88%) από το 2009 και η πρόσβαση στις αγορές για αναχρηματοδότηση παραμένει άνετη. Παράλληλα, η μέση διάρκειά τους είναι περί τα 7 έτη και αναμένεται να ευνοηθούν από ενδεχόμενη στροφή των επενδυτών σε αυξημένο duration. **Διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας στα IG ομόλογα.**
- Σχετικά με τα HY, οι περισσότεροι εκδότες, έχουν μεγαλύτερη γεωγραφική έκθεση στις ΗΠΑ και πιθανώς να επηρεαστούν λιγότερο από τα IG σε περίπτωση εμπορικού πολέμου (τα IG έχουν έσοδα από όλο τον κόσμο), ωστόσο τα θεμελιώδη τους δεν είναι τόσο ισχυρά, όσο απεικονίζονται στα παρόντα επίπεδα spread. **Ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων** παραμένει στασιμος τα 3 τελευταία τρίμηνα (2,8x), σε χαμηλό από το Α' τρίμηνο του 2021, αλλά και **ο δείκτης ελεύθερων ταμειακών ροών** ως προς το ποσοστό του συνολικού χρέους (FCF/Total Debt) αν και αμετάβλητος (8,5x) σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, παραμένει σημαντικά χαμηλότερα από τα επίπεδα του 2021 (12x), χωρίς να συμβαδίζει με την μείωση των spreads σε πολυετή χαμηλά. **Θεωρούμε ότι η αύξηση της μεταβλητότητας στην μετοχική κατηγορία αναμένεται να πλήξει περισσότερο τα HY ομόλογα.** Με βάση και το μοντέλο μας, τα spreads των HY ομολόγων θα έπρεπε να βρίσκονται σε υψηλότερα επίπεδα. **Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση στα HY, καθώς στα παρόντα επίπεδα (πολυετή χαμηλά) τα spreads δεν απεικονίζουν τους αυξημένους καθοδικούς κινδύνους για την οικονομία.**

2| ΗΠΑ HY Spreads Θεωρητική & Πραγματική τιμή.

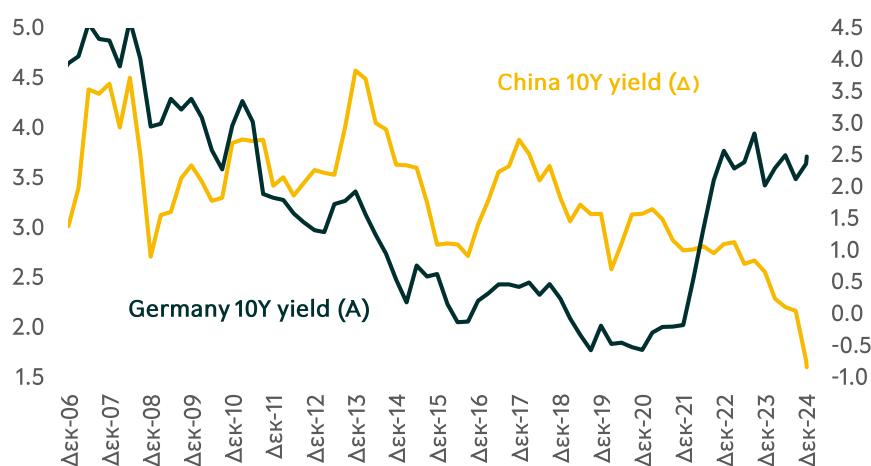


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά: Διατηρούμε την Θετική άποψή μας

- Έντονη μεταβλητότητα παρουσίασαν οι τιμές των κρατικών ομολόγων ΕΖ το Δ' τρίμηνο. Η ΕΚΤ συνεχίζει τις μειώσεις επιτοκίων κατά 25 μ.β. αναμένοντας την διαμόρφωση των οικονομικών δεδομένων για περαιτέρω κινήσεις. **Αν και ορισμένα μακροοικονομικά στοιχεία εμφανίζονται ανθεκτικότερα των εκτιμήσεων, οι προοπτικές για την οικονομία ενέχουν σημαντικές αβεβαιότητες.** Ερωτηματικό παραμένει η επίπτωση των μέτρων τόνωσης της Κίνας στην ανάπτυξη, γεγονός που αν συμβεί θα βοηθήσει την οικονομία της ΕΖ, ωστόσο τα ιστορικά χαμηλά επιτόκια του 10ετούς ομολόγου Κίνας (Διάγραμμα 1) δείχνουν ότι αυτό μπορεί να καθυστερήσει. Παράλληλα, δεν μπορεί να αποκλειστεί το ενδεχόμενο εμπορικού πολέμου και με την Κίνα.
- Αρχικά, η πρόθεση του Προέδρου Τραμπ να επιβάλλει **δασμούς** και στην Ευρώπη, αναμένεται να πλήξει την οικονομία, καθιστώντας τις μειώσεις επιτοκίων απαραίτητες. Παράλληλα, **η ενεργειακή εξάρτηση της ΕΖ**, ιδιαίτερα σε σχέση με τις ΗΠΑ, την καθιστά ευάλωτη σε πιθανές γεωπολιτικές διαταραχές. **Η πολιτική αβεβαιότητα σε Γερμανία και Γαλλία** αυξάνει τους κινδύνους για την ανάπτυξη. Σε πιο μακροπρόθεσμο ορίζοντα θα απαιτηθούν νέες επενδύσεις και συμπράξεις δημόσιου και ιδιωτικού τομέα για να **αναπληρώσουν τα κονδύλια του RRF** και να διατηρηθούν οι υψηλότεροι του μέσου όρου ρυθμοί ανάπτυξης.
- **Θεωρούμε, ότι το επιτόκιο ισορροπίας της ΕΖ βρίσκεται αρκετά χαμηλότερα λόγω διαρθρωτικών αδυναμιών, το επόμενο διάστημα η αγορά θα ανησυχήσει περισσότερο για την ανάπτυξη από ότι για τον πληθωρισμό, γεγονός που τελικά θα ωθήσει χαμηλότερα τις αποδόσεις στη λήξη των ομολόγων. Συμπερασματικά, παραμένουμε θετικοί στα ομόλογα Ευρωζώνης.** Παράγοντες κινδύνου για την στρατηγική μας αποτελούν τα ευνοϊκά οφέλη που θα έχει ο τερματισμός του πολέμου στην Ουκρανία, μια απρόσμενη άνοδος του πληθωρισμού που θα καταστήσει πιο επιφυλακτική την ΕΚΤ και η απαίτηση για **αύξηση των αμυντικών δαπανών** που αναμένεται να επιβαρύνει τους προϋπολογισμούς.

1 | Αποδόσεις 10ετών ομολόγων Κίνας - Γερμανίας

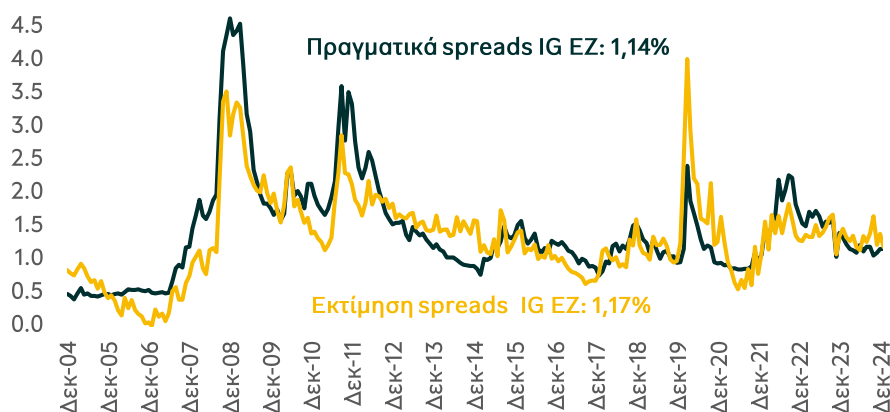


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά: Ουδέτερη στα IG και Ήπια Αρνητική στα HY

- Τα εταιρικά ομόλογα HY υπεραπέδωσαν το Δ' τρίμηνο έναντι των IG, συνεχίζοντας την θετική τάση από την αρχή της χρονιάς, καταγράφοντας σχεδόν διπλάσια απόδοση από τα IG το 2024. **Η ευνοϊκή επενδυτική διάθεση στην μετοχική κατηγορία (ισχυρή συσχέτιση HY και μετοχών) σε συνδυασμό με την χαμηλή μεταβλητότητα** οδήγησαν στο παραπάνω αποτέλεσμα.
- Περιορισμένη σχετικά μεταβλητότητα εμφάνισαν τα spread των IG ομολόγων το Δ' τρίμηνο καταγράφοντας χαμηλό (98 μ.β.) από τον Ιανουάριο του 2022. Στα παρόντα επίπεδα έχουν προ εξοφληθεί αρκετά ευνοϊκά σενάρια, ωστόσο οι ισολογισμοί των IG εκδοτών εμφανίζονται ανθεκτικοί και ευνοούνται από την μείωση των επιτοκίων. Ενδεικτικά, **ο δείκτης fallen angel/rising star (δηλαδή εκδοτών που έχουν απωλέσει την επενδυτική βαθμίδα έναντι όσων την έχουν κερδίσει) βρίσκεται σε χαμηλά επίπεδα.**
- Ωστόσο, ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (Interest coverage ratio) παραμένει σε χαμηλά 5ετίας (9,2x) παρά την μείωση των επιτοκίων. Παράλληλα, οι πιθανές επιπτώσεις από έναν εμπορικό πόλεμο με τις ΗΠΑ ή και την Κίνα μας καθιστούν επιφυλακτικούς για περαιτέρω αποκλιμάκωση των spread των IG. **Σύμφωνα με το μοντέλο μας, η δίκαιη τιμή των spreads IG EZ και η τρέχουσα δεν απέχουν σημαντικά. Συμπερασματικά, παραμένουμε ουδέτεροι στα IG Ευρωζώνης.**
- Σχετικά με τα HY, το EBITDA Margin εκτός των financials διαμορφώθηκε σε υψηλό (23,1x) από το Β' τρίμηνο του 2022, ωστόσο ο δείκτης Total Debt/ Equity (214,9x) αν και αποκλιμακώθηκε ελαφρώς το Γ' τρίμηνο, παραμένει σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα μετά από την πανδημία.
- **Συνοψίζοντας, η συνολικά ασθενική δυναμική της οικονομίας της Ευρωζώνης, τα ρίσκα από την εμπορική πολιτική Τραμπ, η ενεργειακή εξάρτηση της EZ, η πολιτική αβεβαιότητα και το γεγονός ότι τα spreads παραμένουν σε πολυετή χαμηλά, αγνοώντας τους παραπάνω κινδύνους, μας καθιστούν στο να διατηρήσουμε την ήπια αρνητική μας στάση.**

2| EZ IG Spreads: Θεωρητική & πραγματική τιμή



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

05 Συνάλλαγμα

5.1 USD: Θετική άποψη

- **Παραμένουμε σε μια ευνοϊκή για το δολάριο των ΗΠΑ, κυκλική, συγκυρία.** Τα οικονομικά στοιχεία συνεχίζουν να εκπλήσσουν θετικά, ενώ ο πληθωρισμός έχει πρόσφατα δείξει αργή αποκλιμάκωση και οι αναλυτές αναμένουν πλέον επίτευξη του 2% μετά το 2026, ενώ η ανάπτυξη της οικονομίας αναμένεται να παραμείνει κοντά στο 2% κατά το διάστημα αυτό. Παράλληλα, οι εξαγγελθείσες πολιτικές του νέου προέδρου είναι θετικές για το δολάριο, στο βαθμό όμως που αποδειχτούν ικανές να επιταχύνουν την οικονομία χωρίς να στρέψουν το βλέμμα των επενδυτών στο υπερβολικό, για περίοδο ευημερίας, δημοσιονομικό έλλειμμα, το οποίο βρίσκεται στο 6,5% του ΑΕΠ και δεν αναμένεται να αποκλιμακωθεί. Αυτό το έλλειμμα και το συγγενές έλλειμμα των τρεχουσών συναλλαγών (που βρίσκεται στο 3,6% του ΑΕΠ) είναι οι βασικοί λόγοι που το δολάριο παραμένει υπερτιμημένο κατά περίπου 10%. Η επιτοκιακή υπεροχή αποτελεί θετικό κυκλικό παράγοντα που συντηρεί την παρούσα δυναμική, αλλά από την άλλη πλευρά η παραγωγικότητα της εργασίας έχει συγκλίνει εκ νέου προς το μακροχρόνιο 2% χωρίς να έχει ωφεληθεί στο στάδιο αυτό από τις επενδύσεις που συνδέονται με την τεχνητή νοημοσύνη. Έτσι, αν και θεωρούμε ότι σε ορίζοντα τριμήνου τουλάχιστον η δυναμική του δολαρίου θα μπορούσε να συνεχιστεί, **από ένα σημείο και μετά υπάρχει ο κίνδυνος της ανησυχίας για τα ελλείμματα των ΗΠΑ**, τα οποία θα μπορούσαν να ανακόψουν σε πρώτη φάση τη δυναμική αυτή. Στο ενδεχόμενο αυτό, η άνοδος στις αποδόσεις των ομολόγων δεν θα οφείλεται στον πληθωρισμό ή την ανάπτυξη, αλλά στο ασφάλιστρο κινδύνου (term premium) που θα συνδέεται με την ανησυχία για το χρέος. Στο άλλο άκρο βρίσκεται το ενδεχόμενο μιας πιο γρήγορης επιβράδυνσης της οικονομίας των ΗΠΑ, που θα οδηγούσε σε αποδυνάμωση του δολαρίου, κυρίως μέσω της προεξόφλησης μιας πιο γρήγορης αποκλιμάκωσης των αμερικανικών επιτοκίων. Στο μακρινό, πλέον, ενδεχόμενο μιας ύφεσης όμως, όπου συνήθως το δολάριο αγοράζοταν ως ασφαλές καταφύγιο τώρα είναι πιθανόν να μη συμβεί αυτό εάν οι ανησυχίες για τα ελλείμματα περιορίσουν την ζήτηση για treasuries.

5.2 EURUSD: Ήπια Αρνητική άποψη

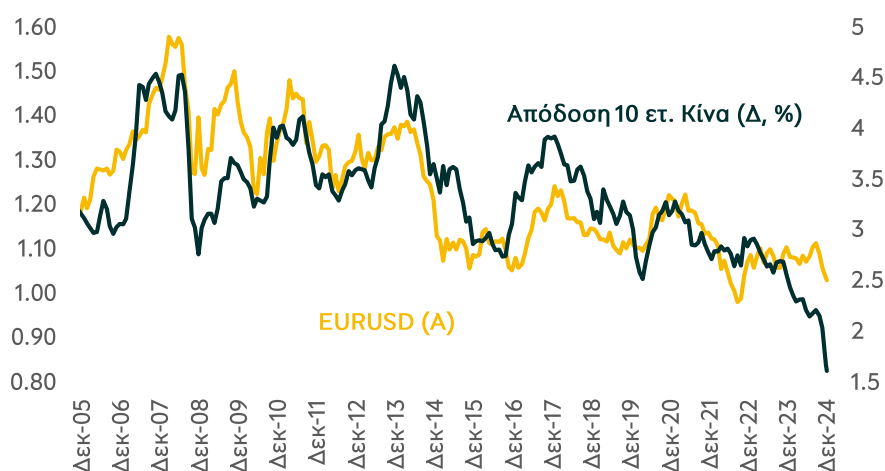
- Κατά το Δ' τρίμηνο του 2024, **η κυκλική υπεροχή των ΗΠΑ έγινε ιδιαίτερα αισθητή ιδίως σε αντιπαράθεση με αυτή της Ευρωζώνης**, με αποτέλεσμα τη διεύρυνση των επιτοκιακών διαφορών ΗΠΑ-EZ (κατά 70 μ.β. στις διετείς αποδόσεις) και την απότομη διόρθωση της ισοτιμίας EURUSD κατά 7% προς το 1,03. Σύμφωνα με παραδοσιακά μοντέλα αποτίμησης, η ισοτιμία EURUSD είναι πολύ φθηνή (ανάλογη με την υπερτίμηση του δολαρίου που αναφέραμε πιο πάνω). Όμως, υπάρχουν τρεις παράγοντες που συνηγορούν σε ένα χαμηλότερο επίπεδο ισορροπίας: α) Η χαμηλή παραγωγικότητα, το δημογραφικό και η αδυναμία ουσιαστικής οικονομικής ολοκλήρωσης, έχουν μειώσει τη μακροχρόνια δυνατότητα ανάπτυξης της Ευρωζώνης, β) η άνοδος των εθνικιστικών κομμάτων όχι μόνο αποτελεί σημαντικό εμπόδιο σε οποιαδήποτε προσπάθεια περαιτέρω ολοκλήρωσης, αλλά είναι πιθανό να συμβάλει σε αναζωπύρωση φυγόκεντρων τάσεων και πολιτικών στην Ευρωζώνη (αναστολή της συνθήκης Σένγκεν, πιθανή έμφαση σε εθνικά και όχι σε κοινά, όπως το RRF, προγράμματα οικονομικής τόνωσης) και γ) ο αποπληθωρισμός στην Κίνα, ο οποίος εξάγεται στον υπόλοιπο κόσμο και στον οποίο είναι ιδιαίτερα ευάλωτη η EZ. Στο Διάγραμμα 1 φαίνεται η θετική σχέση του ευρώ με τις αποδόσεις των 10 ετών κινέζικων ομολόγων. **Στο πλαίσιο αυτό, η πτωτική δυναμική του ευρώ θα μπορούσε να συνεχιστεί μέχρι και το 0,98 και μετά, κατά πάσα πιθανότητα, θα συνεχιστεί μια οριζόντια διακύμανση στο εύρος 0,98-1,07 μέχρι το τέλος του έτους (τριμηνιαίο εύρος 1,0000-1,0418, ετήσιος στόχος στο 1,02 από 1,10).** Τα θετικά για το ευρώ σενάρια περιλαμβάνουν την κατάργηση του δημοσιονομικού «φρένου» στη Γερμανία, όπου τότε η αγορά θα κινηθεί αρχικά

πάνω από την περιοχή του 1,05-1,06 και θα μπορούσε να κινηθεί τελικά προς το 1,10 στο τέλος του έτους. Αντίθετα, η ανάδυση φυγόκεντρων δυνάμεων στην Ευρωζώνη (εθνικιστικά κόμματα επικρατούν και σηματοδοτούν απροθυμία περαιτέρω οικονομικής εμβάθυνσης) ή/και η επιδείνωση του αποπληθωρισμού στην Κίνα θα μπορούσαν να το οδηγήσουν τελικά προς το 0,90 .

5.3 USDJPY: Αρνητική | EURGBP: Ουδέτερη

- **USDJPY:** Η αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική πολιτική της κυβέρνησης Τραμπ αλλά και οι θετικές εκπλήξεις στην οικονομία των ΗΠΑ έχουν αμβλύνει τις προσδοκίες για διατήρηση της αντίθεσης μεταξύ της περιοριστικής νομισματικής πολιτικής (BoJ) και χαλαρής (Fed), προκαλώντας άνοδο των spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας (κατά 44 μ.β. από 30/9) και άνοδο της ισοτιμίας κατά 9% στο 158. Θεωρούμε ότι η κίνηση της ισοτιμίας υπερβάλλει σημαντικά την κίνηση των spread αλλά και τα καλύτερα διαρθρωτικά δεδομένα της Ιαπωνικής οικονομίας σε σχέση με τα δημοσιονομικά και εξωτερικά ελλείματα. Παράλληλα, δεν λαμβάνει υπόψη και την άνοδο της μεταβλητότητας, η οποία θα συνέβαλε σε ενδυνάμωση του γεν. Είναι πιθανό για την ενδυνάμωση αυτή, να είναι αναγκαία η μετάδοση της μεταβλητότητας από τα ομόλογα και το FX στην αγορά των μετοχών. Βραχυπρόθεσμα, η αβεβαιότητα για τις πολιτικές της νέας διακυβέρνησης στις ΗΠΑ, αλλά και η άνοδος των αμερικανικών μακροπρόθεσμων αποδόσεων, **θα μπορούσαν να συντηρήσουν την άνοδο του USD/JPY προς το 162. Ωστόσο, σε οριζόντια έτος αναμένουμε μια κίνηση προς το 147 (από το 145 προηγούμεως).**
- **EURGBP:** Ο πληθωρισμός παραμένει εμμένων στον Ηνωμένο Βασίλειο (HB) σε σχέση με την ΕΖ ενώ παράλληλα και τα κυκλικά δεδομένα συνεχίζουν να εμφανίζονται ισχυρότερα με αποτέλεσμα την πιο σταδιακή νομισματική χαλάρωση εκ μέρους της Τράπεζας της Αγγλίας. Αποτέλεσμα αυτού είναι η διεύρυνση των spread HB-Γερμανίας η οποία ωθεί την ισοτιμία EURGBP προς τα κάτω. Όμως η οικονομία του HB με τα σημαντικά ελλείματα είναι εκτεθειμένη στο ενδεχόμενο οι αγορές ομολόγων να ανησυχήσουν για τα δημοσιονομικά θέματα. Θεωρούμε ότι οι διαρθρωτικές αυτές αδυναμίες αντισταθμίζουν πλήρως το κυκλικό προβάδισμα του HB με σημαντική την πιθανότητα τελικά να υπερισχύσουν. **Λαμβάνοντας υπόψιν τα παραπάνω μεταβάλλουμε σε ουδέτερη την αρνητική άποψή μας για την ισοτιμία EURGBP. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται στο 0,8130-0,8750 με ετήσιο στόχο στο 0,8450 (από 0,8300).**

1 | Απόδοση 10ετούς ομολόγου Κίνας & EURUSD



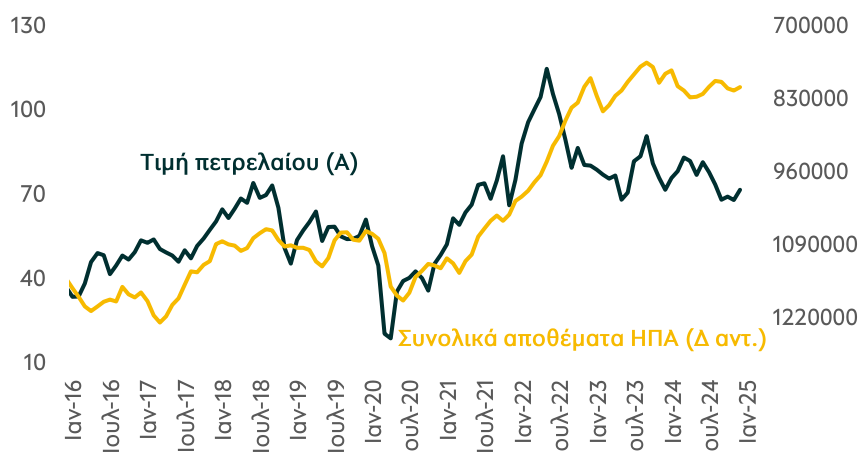
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

06 Εμπορεύματα

6.1 Πετρέλαιο: Διατηρούμε την Ουδέτερη άποψή μας

- Οι τιμές του πετρελαίου το Δ' τρίμηνο παρουσίασαν ήπια ενίσχυση, ωστόσο δεν κατάφεραν να εμφανίσουν κέρδη στο σύνολο του έτους.
- Μια σειρά από παράγοντες που επιδρούν στην τιμή του πετρελαίου ασκούν αντίρροπες δυνάμεις. Από την μία, οι νέες κυρώσεις των ΗΠΑ στο ρωσικό πετρέλαιο, η ισχυρή αγορά εργασίας των ΗΠΑ, **τα χαμηλά αποθέματα πετρελαίου (συμπεριλαμβανομένων και των στρατηγικών, Διάγραμμα 1), η αυξημένη ζήτηση αεροπορικών καυσίμων για τις διακοπές των Χριστουγέννων και η βούληση του OPEC+ να στηρίξει την τιμή δρουν θετικά** στην τιμή. Τα αποθέματα πετρελαίου στις ΗΠΑ υποχώρησαν για έκτη συνεχόμενη εβδομάδα, θετικό δείγμα για την ζήτηση. Παράλληλα, η τιμή του πετρελαίου εμφανίζεται ελκυστική συγκριτικά με άλλα εμπορεύματα, όπως π.χ. με τον χαλκό.
- Στον αντίποδα, **το ισχυρό δολάριο, η αναιμική ανάπτυξη στην ΕΖ και η προσδοκία ότι οι ΗΠΑ θα αυξήσουν περαιτέρω την εγχώρια παραγωγή πετρελαίου** αναμένεται να αποτελέσουν τροχοπέδη σε ανοδική κίνηση της τιμής. Επιπρόσθετα, η πιθανότητα εμπορικού πολέμου, **η αδύναμη ανάκαμψη στην Κίνα** και οι μειώσεις των εκτιμήσεων του OPEC για τη ζήτηση προβληματίζουν. Τέλος, με βάση την τεχνική εικόνα, η τιμή εμφανίζεται σε ελαφρώς υπεραγορασμένα επίπεδα.
- **Συσχετίζοντας την τιμή του πετρελαίου με παράγοντες όπως το δολάριο, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια, την κλίση της καμπύλης των αμερικανικών ομολόγων και τα επίπεδα προσφοράς-ζήτησης εκτιμάται δίκαιη τιμή περί τα \$74/βαρέλι, πολύ κοντά στην τρέχουσα.**
- **Συνοψίζοντας, διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας, θεωρώντας ότι η τιμή θα διαπραγματευτεί σε εύρος διακύμανσης \$63-87\$.** Για να διασπαστεί καθοδικά το εύρος διακύμανσης θα χρειαστεί να υπάρξει σημαντικό πλεόνασμα προσφοράς, μείωση του γεωπολιτικού premium και ασθενέστερη των εκτιμήσεων ανάκαμψη στην Κίνα. Για ανοδική διαφυγή θα απαιτηθεί ένα νέο γεωπολιτικό συμβάν, μεταβολή της πολιτικής του OPEC, ή θετική έκπληξη στους ρυθμούς ανάπτυξης των μεγαλύτερων οικονομιών.

1 | Τιμή πετρελαίου & Συνολικά αποθέματα ΗΠΑ

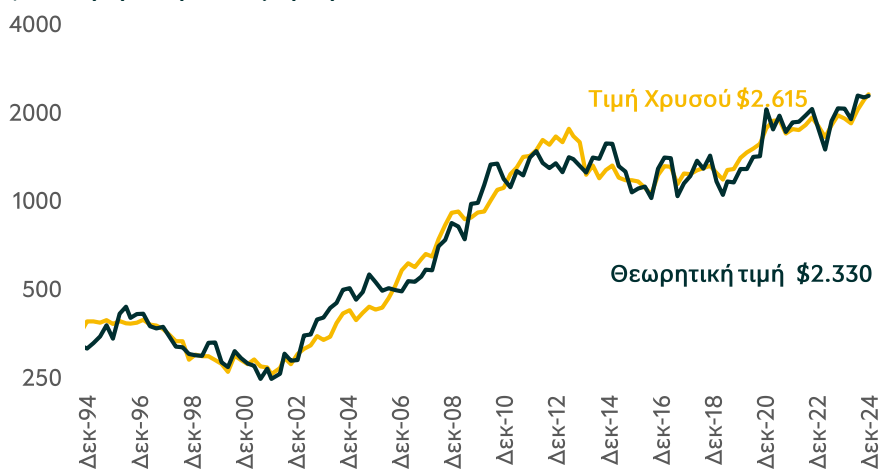


Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6.2 Χρυσός: Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψή μας

- **Η τιμή του χρυσού κατέγραψε νέο ιστορικό ρεκόρ (31/10: \$2,790.1/ουγγιά) εν μέσω ανησυχιών ότι το δημοσιονομικό πρόγραμμα Τραμπ θα εκτοξεύσει τα ελλείμματα των ΗΠΑ** και διατήρησης των γεωπολιτικών εντάσεων. Ωστόσο, στη συνέχεια η άνοδος των αποδόσεων στη λήξη των αμερικανικών ομολόγων οδήγησαν σε διόρθωση την τιμή (ο χρυσός δεν προσφέρει επιτοκιακό έσοδο και έχει συνήθως αντίστροφη σχέση με τα ομόλογα). Η ενίσχυση της τιμής έχει περιορίσει ελαφρώς τις αγορές από Κεντρικές Τράπεζες, ιδιαίτερα αναδυόμενων αγορών.
- Το τελευταίο διάστημα **η συσχέτιση της τιμής του χρυσού με το δολάριο και τις πραγματικές αποδόσεις στη λήξη έχει διαρραγεί. Ωστόσο, θεωρούμε τελικά ότι η επίπτωση του ισχυρού δολαρίου και της διατήρησης των υψηλών επιτοκίων θα συνεχίσουν να ασκούν πιέσεις στην τιμή του χρυσού.** Παράλληλα, η τεχνική εικόνα του χρυσού δείχνει αδυναμία, καθώς εξαντλείται η ανοδική δυναμική που είχε εμφανίσει τα προηγούμενα τρίμηνα και για περαιτέρω ανοδική κίνηση θα χρειαστεί κάποιος ισχυρός καταλύτης.
- Στην προθεσμιακή αγορά ο αριθμός θέσεων αγοράς (Net long futures) έχει μειωθεί κατά 22% από τα υψηλά του Οκτωβρίου και η τιμή του χρυσού έχει διορθωθεί κατά μόλις 4,5%. Παράλληλα, και οι τοποθετήσεις σε ETF's έχουν μειωθεί κατά 30% από τον Σεπτέμβριο του 2020 με την τιμή ωστόσο να βρίσκεται κοντά στα ιστορικά υψηλά της. **Η τιμή είναι ευάλωτη σε μείωση του γεωπολιτικού premium.**
- **Σύμφωνα με το μοντέλο μας,** το οποίο λαμβάνει υπόψιν τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ, την προσφορά χρήματος, το ΑΕΠ, το δολάριο και τις καθαρές θέσεις στην προθεσμιακή αγορά (futures) **η θεωρητική τιμή του χρυσού διαμορφώνεται στα \$2.298/ουγγιά, χαμηλότερα της τρέχουσας. Η μείωση των long θέσεων στην προθεσμιακή αγορά και η ενίσχυση του δολαρίου έχουν οδηγήσει σε πτώση της θεωρητικής τιμής από τα \$2,615/ουγγιά.**
- **Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση για την τιμή χρυσού.** Παράγοντες κινδύνου για στην στρατηγική μας αποτελούν ενδεχόμενος δημοσιονομικός εκτροχιασμός ή εκ νέου αύξηση γεωπολιτικών εντάσεων.

1 | Θεωρητική & Τιμή Χρυσού



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

07 Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων

| Μετοχές | | |
|---|------------------|--|
| ΗΠΑ | Ήπια Αρνητική | Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας λόγω μη ελκυστικών αποτιμήσεων. Ωστόσο προτιμούμε επιμέρους κλάδους με αμυντικά χαρακτηριστικά (Υγεία, Κοινή Ωφέλεια, Dividend Aristocrats), ευνοημένους από τα νέα μέτρα της ηγεσίας των ΗΠΑ (Τράπεζες, Ενέργεια) και τον πιο φθηνό από τους κλάδους ανάπτυξης (Υπηρεσίες Επικοινωνιών). |
| Ευρωζώνης | Αρνητική | Μεταβάλλουμε την άποψή μας για την ΕΖ από ήπια αρνητική σε αρνητική, καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία παραμένουν αδύναμα επηρεάζοντας τα κέρδη των εταιριών. Παρά την υποστηρικτική στάση της ΕΚΤ, επικρατεί αβεβαιότητα για την εξέλιξη της οικονομίας στην ΕΖ εν μέσω δασμών και γεωπολιτικών εξελίξεων. |
| Ιαπωνίας | Ήπια Αρνητική | Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, εν μέσω εκτιμήσεων ότι θα συνεχιστούν οι αυξήσεις των επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα. Ορισμένα από τα μακροοικονομικά μεγέθη βρίσκονται σε σταθεροποίηση. |
| Αναδυόμενες Αγορές | Ήπια Αρνητική | Μεταβάλλουμε την άποψή μας για τις ΑΑ και την Κίνα από ουδέτερη σε ήπια αρνητική, καθώς το γεωπολιτικό ρίσκο και οι επικείμενες εμπορικές εντάσεις με τις ΗΠΑ, προκαλούν αβεβαιότητα ενώ και οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των ΑΑ έναντι του ισχυρότερου δολαρίου επηρεάζουν αρνητικά τις αποδόσεις των μετοχικών αγορών. Επιπλέον στην Κίνα τα μέτρα στήριξης που ανακοινώθηκαν δεν βοήθησαν την αγορά, καθώς οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν. |
| Ομόλογα | | |
| Κρατικά ΗΠΑ | Ήπια Θετική | Διατηρούμε την ήπια θετική μας στάση, καθώς θεωρούμε ότι η διατήρηση υψηλών επιτοκίων θα στρέψει την προσοχή της αγοράς στην ανάπτυξη, οδηγώντας τις αποδόσεις χαμηλότερα. |
| Κρατικά Ευρωζώνης | Θετική | Διατηρούμε θετική την άποψή μας, καθώς θεωρούμε ότι το επιτόκιο ισορροπίας της ΕΖ βρίσκεται αρκετά χαμηλότερα λόγω διαρθρωτικών αδυναμιών και η αγορά το επόμενο διάστημα θα ανησυχήσει περισσότερο για την ανάπτυξη παρά για τον πληθωρισμό, ωθώντας τελικά χαμηλότερα τις αποδόσεις. |
| Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ | Ουδέτερη | Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας, καθώς αν και ορισμένοι χρηματοοικονομικοί δείκτες εμφανίζονται ισχυροί, η δίκαιη τιμή των spreads εμφανίζεται πολύ κοντά στα τρέχοντα επίπεδα. |
| Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ | Ήπια Αρνητική | Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ, καθώς στα παρόντα επίπεδα τα spreads δεν απεικονίζουν τους αυξημένους καθοδικούς κινδύνους και τις αβεβαιότητες για την αμερικανική οικονομία (δασμοί, δημοσιονομικές επιπτώσεις κτλ). |
| Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης | Ουδέτερη | Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς στα παρόντα επίπεδα είναι προεξοφλημένα αρκετά θετικά σενάρια και η δίκαιη τιμή των spreads με βάση το μοντέλο μας δεν απέχει πολύ από τα τρέχοντα επίπεδα. |
| Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης | Ήπια Αρνητική | Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς τα spreads παραμένουν σε πολυετή χαμηλά επίπεδα αγνοώντας την συνολικά ασθενική ανάπτυξη της ΕΖ, την πολιτική αβεβαιότητα, την ενεργειακή εξάρτηση και την εμπορική πολιτική του Προέδρου Τραμπ. |
| Συνάλλαγμα | | |
| EURUSD | Ήπια Αρνητική | Μεταβάλλουμε σε ήπια αρνητική την άποψή μας για την ισοτιμία EURUSD, καθώς ο αποπληθωρισμός στην Κίνα, η πολιτική κατάσταση της ΕΖ και εγγενείς διαρθρωτικές αδυναμίες μας καθιστούν επιφυλακτικούς, ωστόσο αρκετά από αυτά είναι προ-εξοφλημένα. Τα αναμενόμενα ετήσια όρια διακύμανσης διαμορφώνονται σε 0,98 - 1,07 και ο ετήσιος στόχος στο 1,02. |
| USDJPY | Αρνητική | Παραμένουμε αρνητικοί, καθώς αναμένουμε άνοδο της μεταβλητότητας η οποία θα βοηθούσε στην ενδυνάμωση του γιεν, αναπροσαρμόζοντας τον ετήσιο στόχο σε 147 από 145 προηγούμενως. |
| EURGBP | Ουδέτερη | Παρότι η στερλίνα παραμένει υπερτιμημένη σε σχέση με το ευρώ, διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας, λόγω αδυναμίας του ευρώ. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται σε 0,8130-0,8750 με στόχο στο 0,8450. |
| Εμπορεύματα | | |
| Χρυσός | Ήπια Αρνητική | Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας. Σύμφωνα με το μοντέλο μας, η θεωρητική τιμή του χρυσού είναι χαμηλότερη της τρέχουσας και θεωρούμε ότι η τιμή είναι ευάλωτη σε μείωση του γεωπολιτικού premium. |
| Πετρέλαιο | Ουδέτερη | Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς η τρέχουσα τιμή είναι πολύ κοντά στην θεωρητική. Παράλληλα, αν και η τιμή εμφανίζεται ελκυστική σε σχέση με άλλα εμπορεύματα η ανησυχία για πιθανό πλεόνασμα προσφοράς είναι ακόμα υπαρκτή. |

Παράρτημα

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ

| | Πραγματικό ΑΕΠ | | Αγορά Εργασίας | | Πληθωρισμός (βάσει του: | | |
|-------|---|-------------------|----------------|-----------------------|-------------------------|----------------------|--------------|
| | SA Τριμηνιαία ετησιοποιημένη % μεταβολή | Ετήσια % μεταβολή | % ανεργίας | Νέες θέσεις εργασίας* | Δείκτη Τιμών Καταναλωτή | Price Index PCE (SA) | Core P (SA)† |
| 2021 | 6,1 | 6,1 | 5,4 | 604 | 4,7 | 4,1 | 3,6 |
| 2022 | 2,5 | 2,5 | 3,6 | 377 | 8,0 | 6,6 | 5,4 |
| 2023 | 2,9 | 2,9 | 3,6 | 251 | 4,1 | 3,8 | 4,2 |
| 2024 | ; | ; | ; | ; | ; | ; | ; |
| Q1 | -1 | 4 | 3,8 | 536 | 8,0 | 6,6 | 5,6 |
| Q2 | 0,3 | 2,5 | 3,6 | 326 | 8,7 | 6,9 | 5,3 |
| Q3 | 2,7 | 2,3 | 3,5 | 396 | 8,3 | 6,7 | 5,4 |
| Q4 | 3,4 | 1,3 | 3,6 | 252 | 7,1 | 6,0 | 5,2 |
| Q1 | 2,8 | 2,3 | 3,5 | 305 | 5,8 | 5,1 | 4,9 |
| Q2 | 2,4 | 2,8 | 3,6 | 274 | 4,0 | 3,9 | 4,6 |
| Q3 | 4,4 | 3,2 | 3,7 | 213 | 3,5 | 3,4 | 3,9 |
| Q4 | 3,2 | 3,2 | 3,7 | 212 | 3,2 | 2,8 | 3,2 |
| Q1 | 1,6 | 2,9 | 3,8 | 267 | 3,3 | 2,7 | 3,0 |
| Q2 | 3 | 3 | 4,0 | 147 | 3,2 | 2,6 | 2,7 |
| Q3 | 3,1 | 2,7 | 4,2 | 159 | 2,6 | 2,3 | 2,7 |
| Q4 | ; | ; | ; | ; | ; | ; | ; |
| υλ-24 | | | 4,3 | 144 | 2,9 | 2,5 | 2,7 |
| υγ-24 | | | 4,2 | 78 | 2,5 | 2,3 | 2,7 |
| επ-24 | | | 4,1 | 255 | 2,4 | 2,1 | 2,7 |
| κτ-24 | | | 4,1 | 36 | 2,6 | 2,3 | 2,8 |
| οε-24 | | | 4,2 | 227 | 2,7 | 2,4 | 2,8 |
| εκ-24 | | | ; | ; | ; | ; | ; |

* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

**PCE-food & energy

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ (συνέχεια)

| Χρονική Περίοδος | ISM | | Καταναλωτική Εμπιστοσύνη | | Εμπορικό Ισοζύγιο | Βιομηχανική Παραγωγή | | Λιανές Πωλήσεις | | NAH |
|------------------|------------|-----------|--------------------------|------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|--------------------------|-------------------|------|
| | Μεταποίηση | Υπηρεσιών | Πάν/μυθ Μπαγκαν | Conference Board | (SA-δ.σ.€) | SA-Τριμηνιαία % μεταβολή | Ετήσια % μεταβολή | SA-Τριμηνιαία % μεταβολή | Ετήσια % μεταβολή | |
| 2021 | 60,6 | 62,4 | 77,6 | 112,7 | -70,7 | 4,4 | 4,4 | 18,4 | 18,4 | 81,2 |
| 2022 | 53,5 | 56,1 | 59,0 | 104,5 | -78,7 | 3,4 | 3,4 | 8,9 | 8,9 | 59,0 |
| 2023 | 47,1 | 52,8 | 65,4 | 105,4 | -65,4 | 0,2 | 0,2 | 3,4 | 3,4 | 44,3 |
| 2024 | 48,3 | 52,5 | 72,5 | 104,1 | ; | ; | ; | ; | ; | 44,8 |
| Q1 | 57,7 | 58,5 | 63,1 | 108,1 | -91,5 | 3,9 | 4,5 | 3,0 | 12,1 | 81,0 |
| Q2 | 55,0 | 56,9 | 57,9 | 103,4 | -83,6 | 3,9 | 3,7 | 3,1 | 8,8 | 71,0 |
| Q3 | 52,1 | 56,0 | 56,1 | 102,2 | -70,3 | 1,4 | 3,6 | 0,0 | 9,3 | 50,0 |
| Q4 | 49,0 | 53,0 | 58,8 | 104,2 | -69,5 | -1,8 | 1,9 | 0,1 | 6,1 | 34,0 |
| Q1 | 47,2 | 53,6 | 64,6 | 104,5 | -66,9 | 0,0 | 0,7 | 1,8 | 5,2 | 40,3 |
| Q2 | 46,7 | 52,3 | 62,4 | 105,4 | -67,9 | 0,3 | 0,1 | 0,0 | 1,7 | 50,0 |
| Q3 | 47,6 | 53,4 | 69,7 | 109,0 | -62,2 | 1,2 | 0,0 | 1,4 | 3,2 | 50,0 |
| Q4 | 46,9 | 51,6 | 64,9 | 102,7 | -64,7 | -1,8 | -0,2 | 0,6 | 3,7 | 37,0 |
| Q1 | 49,1 | 52,5 | 78,4 | 106,3 | -67,7 | -1,8 | -0,6 | 0,0 | 3,2 | 47,7 |
| Q2 | 48,8 | 50,7 | 71,5 | 98,9 | -75,1 | 2,4 | 0,2 | 0,5 | 2,3 | 46,3 |
| Q3 | 46,8 | 52,6 | 68,1 | 102,2 | -77,9 | -0,6 | -0,3 | 1,3 | 2,2 | 40,3 |
| Q4 | 47,4 | 54,1 | 72,1 | 109,0 | ; | ; | ; | ; | ; | 45,0 |
| υλ-24 | 46,8 | 51,4 | 66,4 | 101,9 | -79,2 | -0,7 | -0,3 | 1,2 | 4,3 | 41,0 |
| υγ-24 | 47,2 | 51,5 | 67,9 | 105,6 | -70,6 | 0,5 | 0,0 | -0,1 | 2,1 | 39,0 |
| επ-24 | 47,2 | 54,9 | 70,1 | 99,2 | -83,8 | -0,5 | -0,6 | 0,9 | 0,3 | 41,0 |
| κτ-24 | 46,5 | 56,0 | 70,5 | 109,6 | -73,6 | -0,4 | -0,5 | 0,5 | 4,6 | 43,0 |
| οε-24 | 48,4 | 52,1 | 71,8 | 112,8 | -78,2 | -0,1 | -0,9 | 0,7 | 4,0 | 46,0 |
| εκ-24 | 49,3 | 54,1 | 74,0 | 104,7 | ; | ; | ; | ; | ; | 46,0 |

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης

| Χρονική Περίοδος | Πραγματικό ΑΕΠ | | Πληθωρισμός (βάσει του ΕΝΔΤΚ) | | Πρόδρομοι Δείκτες | | | |
|------------------|--------------------------|-----------------------|-------------------------------|---------|-------------------|----------------------|----------------------------|-------|
| | SA-Τριμηνιαία % μεταβολή | NSA-Ετήσια % μεταβολή | Συνολικός | Δομικός | Σύνθετος PMI | Οικονομικού κλίματος | Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης | |
| 2021 | 6,3 | 6,3 | 2,6 | 1,5 | 54,9 | 111,2 | -7,5 | |
| 2022 | 3,5 | 3,5 | 8,4 | 3,9 | 51,4 | 102,1 | -21,9 | |
| 2023 | 0,4 | 0,4 | 5,5 | 5,0 | 49,8 | 96,4 | -17,4 | |
| 2024 | ; | ; | 2,4 | 2,9 | 50,1 | 95,8 | -14,1 | |
| 2022 | Q1 | 0,5 | 5,5 | 6,1 | 2,7 | 54,2 | 111,3 | -13,6 |
| | Q2 | 0,9 | 4,1 | 8,0 | 3,7 | 54,2 | 104,2 | -22,7 |
| | Q3 | 0,6 | 2,9 | 9,3 | 4,4 | 49,0 | 97,6 | -27,1 |
| | Q4 | -0,1 | 2,0 | 10,0 | 5,1 | 48,1 | 95,4 | -24,4 |
| 2023 | Q1 | 0,0 | 1,4 | 8,0 | 5,5 | 52,0 | 99,3 | -19,6 |
| | Q2 | 0,1 | 0,6 | 6,2 | 5,5 | 52,3 | 97,2 | -17,0 |
| | Q3 | 0,0 | 0,0 | 4,9 | 5,1 | 47,5 | 94,2 | -16,4 |
| | Q4 | 0,0 | 0,1 | 2,7 | 3,7 | 47,2 | 94,8 | -16,7 |
| 2024 | Q1 | 0,3 | 0,4 | 2,6 | 3,1 | 49,1 | 96,1 | -15,4 |
| | Q2 | 0,2 | 0,5 | 2,5 | 2,8 | 51,6 | 96,0 | -14,3 |
| | Q3 | 0,4 | 0,9 | 2,2 | 2,8 | 50,3 | 96,2 | -13,2 |
| | Q4 | : | : | 2,2 | 2,7 | 49,3 | 95,0 | -13,6 |
| Ιουλ-24 | | | 2,6 | 2,9 | 50,2 | 95,9 | -13,0 | |
| Αυγ-24 | | | 2,2 | 2,8 | 51,0 | 96,4 | -13,5 | |
| Σεπ-24 | | | 1,7 | 2,7 | 49,6 | 96,2 | -13,0 | |
| Οκτ-24 | | | 2,0 | 2,7 | 50,0 | 95,6 | -12,5 | |
| Νοε-24 | | | 2,2 | 2,7 | 48,3 | 95,6 | -13,8 | |
| Δεκ-24 | | | 2,4 | 2,7 | 49,6 | 93,7 | -14,5 | |

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

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης (συνέχεια)

| Χρονική Περίοδος | Ανεργία % | Εμπορικό Ίσοζυγιο | | Βιομηχανική Παραγωγή | | Λιανικές Πωλήσεις | | Προσφορά χρήματος M3 | |
|------------------|-----------|-------------------|------------|--------------------------|-----------------------|--------------------------|-----------------------|----------------------|------|
| | | SA-δ.σ.ε* | NSA-δ.σ.ε* | SA-Τριμηνιαία % μεταβολή | NSA-Ετήσια % μεταβολή | SA-Τριμηνιαία % μεταβολή | NSA-Ετήσια % μεταβολή | Ετήσια % μεταβολή | |
| 2021 | 7,8 | 99,6 | 106,3 | 8,9 | 8,9 | 5,4 | 5,4 | 9,0 | |
| 2022 | 6,8 | -346,5 | -335,2 | 1,7 | 1,7 | 1,1 | 1,1 | 5,8 | |
| 2023 | 6,6 | 51,0 | 57,7 | -1,7 | -1,7 | -1,9 | -1,9 | 0,5 | |
| 2024 | ; | ; | ; | ; | ; | ; | ; | : | |
| 2022 | Q1 | 6,9 | -56,6 | -61,9 | 0,8 | 1,2 | -0,3 | 6,6 | 6,6 |
| | Q2 | 6,8 | -99,5 | -93,6 | 0,5 | 1,5 | -0,7 | 1,6 | 6,2 |
| | Q3 | 6,8 | -127,9 | -128,0 | 0,0 | 2,2 | -0,6 | -0,3 | 6,0 |
| | Q4 | 6,7 | -62,5 | -51,7 | 0,1 | 1,9 | -1,0 | -2,6 | 4,4 |
| 2023 | Q1 | 6,6 | -10,1 | -12,0 | 0,4 | 0,9 | -0,5 | -2,7 | 2,6 |
| | Q2 | 6,5 | 0,8 | 5,0 | -0,9 | -0,4 | 0,0 | -2,1 | 0,9 |
| | Q3 | 6,6 | 22,4 | 20,2 | -3,1 | -3,6 | -0,6 | -2,1 | -0,9 |
| | Q4 | 6,5 | 37,9 | 44,5 | 0,0 | -3,6 | 0,4 | -0,7 | -0,6 |
| 2024 | Q1 | 6,5 | 58,9 | 56,3 | -0,8 | -4,6 | 0,1 | -0,1 | 0,5 |
| | Q2 | 6,5 | 44,0 | 47,6 | -0,2 | -3,9 | 0,3 | 0,2 | 1,7 |
| | Q3 | : | 34,5 | 32,6 | -0,5 | -1,6 | 1,0 | 1,9 | 2,8 |
| | Q4 | : | : | : | : | : | : | : | : |
| Ιουλ-24 | 6,4 | 12,8 | 18,6 | -0,9 | -2,2 | 0,4 | 0,2 | 2,4 | |
| Αυγ-24 | 6,3 | 9,1 | 2,4 | 1,3 | -0,4 | 1,1 | 2,5 | 2,9 | |
| Σεπ-24 | 6,3 | 12,6 | 11,6 | -1,5 | -2,2 | 0,5 | 3,1 | 3,2 | |
| Οκτ-24 | 6,3 | 6,1 | 6,8 | 0,0 | -1,2 | -0,3 | 2,1 | 3,4 | |
| Νοε-24 | 6,3 | : | : | : | : | 0,1 | 1,2 | 3,8 | |
| Δεκ-24 | : | : | : | : | : | : | : | ; | |

Στοιχεία Επικοινωνίας

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

Οικονομική Ανάλυση

| | |
|---------------------------------|---|
| Παπακώστας Χρυσοβαλάντης | Papakostasc@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4491 |
|---------------------------------|---|

| | |
|------------------------|--|
| Ρόσικα Δημητρία | RotsikaD@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4494 |
|------------------------|--|

| | |
|----------------------------|---|
| Στεφάνου Αικατερίνη | StefanouA@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4522 |
|----------------------------|---|

Επενδυτική Στρατηγική

| | |
|-------------------------|--|
| Γαβαλάς Στέφανος | Gavalass@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4503 |
|-------------------------|--|

| | |
|-----------------------|--|
| Γαρέφος Λουκάς | GarefosL@piraeusbank.gr Τηλ. 210 3739 182 |
|-----------------------|--|

| | |
|------------------------------|--|
| Διακουμάκου Ευαγγελία | DiakoumakouE@piraeusbank.gr Τηλ. 216 300 4528 |
|------------------------------|--|

| | |
|------------------------|--|
| Σακαρέλης Νίκος | SakarelisN@piraeusbank.gr Τηλ. 210 3739 173 |
|------------------------|--|

Η «Επενδυτική Στρατηγική - 1ο Τρίμηνο 2025» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση
<http://www.piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>

Γνωστοποίηση

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

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

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

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων:

- α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια έγγραφη ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.
- β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.
- γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.
- δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.
- ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

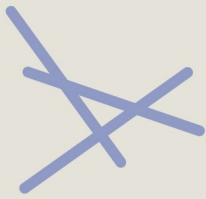
Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με

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

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

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

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



ΧΕΙΜΩΝΑΣ



ΑΝΟΙΞΗ



ΚΑΛΟΚΑΙΡΙ



ΦΘΙΝΟΠΩΡΟ