

ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ 2023

Ανασκόπηση 2022



ΣΥΝΟΨΗ

Ελλάδα

- ✓ Η Ελλάδα θα συνεχίζει να ξεχωρίζει στην Ευρωζώνη με ρυθμό οικονομικής ανάπτυξης άνω του μέσου όρου με αντίστοιχες προσδοκίες να υπάρχουν και για τις επιδόσεις του ΧΑ
- ✓ Παραμένουν οι κίνδυνοι από τα γεωπολιτικά (Ταϊβάν-Κίνα & Ρωσία -Ουκρανία) και της συνεχιζόμενης έντασης στις ελληνοτουρκικές σχέσεις λόγω κυρίως των εθνικών εκλογών στις δυο χώρες τη φετινή χρονιά.
- ✓ Συνέχιση του περιβάλλοντος πολιτικής σταθερότητας, από τη στιγμή που όπως όλα δείχνουν θα προκύψει ισχυρή κυβέρνηση, από τη προγραμματισμένη για το πρώτο εξάμηνο εκλογική αναμέτρηση, κάτι που θα μπορούσε ενδεχομένως να προκαλέσει βραχυχρόνια μεταβλητότητα.
- ✓ Αναμένονται νέα μέτρα-δράσεις για τη θεσμική στήριξη και περαιτέρω ανάπτυξη του ελληνικού χρηματιστηρίου με παράλληλο συντονισμό κινήσεων για την επιστροφή της ελληνικής αγοράς στην κατηγορία των αναπτυσσόμενων αγορών.
- ✓ Πιθανή η περαιτέρω βελτίωση του αξιόχρεου του ελληνικού χρέους από τους διεθνείς οίκους με στόχο πάντα την επενδυτική βαθμίδα- Investment Grade.
- ✓ Περαιτέρω μείωση των κόκκινων δανείων από τις τράπεζες (σχέδιο Ηρακλής)
- ✓ Περαιτέρω βελτίωση του δανειακού χαρτοφυλακίου των τραπεζών εν μέσω αυξανόμενων επιτοκίων και λόγω πληθωρισμού, με παράλληλη βελτίωση των αποτελεσμάτων λόγω υψηλού καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου
- ✓ Νέες ιδιωτικοποιήσεις – Διαγωνισμοί Παραχωρήσεων
- ✓ Συνέχιση της καλής εικόνας του τουρισμού (αφίξεις- έσοδα) βάσει προκαταρκτικών στοιχείων
- ✓ Ενισχυμένη κερδοφορία των εισηγμένων από τη πιθανή εξομάλυνση των υψηλών τιμών ενέργειας και τις καλές καιρικές συνθήκες
- ✓ Τεχνικά μακροπρόθεσμο στόχο αποτελούν οι 1250 μον. του Γ.Δ.
- ✓ Πιθανή συμφωνία για αλλαγές στο Σύμφωνο Σταθερότητας με πιο ευνοϊκούς όρους
- ✓ Περαιτέρω βελτίωση των εισοδημάτων της μεσαίας τάξης με ηπιότερη φορολόγηση και μείωση ανεργίας
- ✓ Επιβάλλεται λοιπόν στάση εγρήγορσης (alertness) και αυξημένης επαγρύπνησης (vigilance) ώστε η διαχείριση χαρτοφυλακίων να επωφελείται ή να ελαχιστοποιεί τους κινδύνους, από την αναμενόμενη αυξημένη μεταβλητότητα των αγορών, εξαιτίας των πολλαπλών αναταραχών από τις γεωπολιτικές εντάσεις και λοιπούς μαύρους κύκνους που με απρόβλεπτο τρόπο εμφανίζονται στο περιβάλλον.

Ξένες Αγορές

- ✓ Με αρνητικές αποδόσεις έκλεισε η περσινή χρονιά για τις διεθνείς αγορές και ειδικά τις αμερικανικές εν μέσω ανοδικού κύκλου παρεμβατικών επιτοκίων, υψηλού πληθωρισμού και γεωπολιτικών εξελίξεων.
- ✓ Οι εκτιμήσεις μιλούν για κάμψη της ανάπτυξης στην παγκόσμια οικονομία το 2023 με πιθανότητα ύφεσης.
- ✓ Παραμένουν οι κίνδυνοι από τα γεωπολιτικά (Ταϊβάν- Κίνα, Ρωσία -Ουκρανία, Ιράν)

- ✓ Πιστεύουμε όμως ότι οι μετοχές παραμένουν ευάλωτες σε τυχόν αδυναμία τιθάσευσης του πληθωρισμού κάτι που θα επιφέρει περαιτέρω αντίδραση από τις Κεντρικές Τράπεζες μέσω της αύξησης των ήδη υψηλών παρεμβατικών τους επιτοκίων
- ✓ Αναμένεται συνέχιση των θετικών αποδόσεων για τις μετοχές αξίας και μερισματικών αποδόσεων έναντι των μετοχών ανάπτυξης.
- ✓ Σε έναν κόσμο με δείκτες πληθωρισμού σε επίπεδα ρεκόρ, προβλήματα στη εφοδιαστική αλυσίδα και αύξησης του κόστους εργασίας και ενέργειας, δεν φαίνεται πιθανό οι εταιρείες να είναι σε θέση να αυξήσουν περαιτέρω τα ήδη σημαντικά περιθώρια κέρδους.
- ✓ Μετά από αρκετά χρόνια η σημαντική πτώση των τιμών των ομολόγων τόσο των εταιρικών όσο και των κρατικών αποτελούν ευκαιρίες για σταδιακές τοποθετήσεις καθώς ο κύκλος αύξησης των επιτοκίων είναι πιθανό να ολοκληρωθεί κατά τη διάρκεια του φετινού έτους.

A. ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΓΟΡΑ

Χ.Α.: ΑΠΟΛΟΓΙΣΜΟΣ 2022 – ΠΡΟΟΠΤΙΚΕΣ 2023

A1. Γενικές διαπιστώσεις – Απολογισμός

Κέρδη κατά 4,08 % κατέγραψε ο Γενικός Δείκτης του Χ.Α. κατά το 2022 διαφοροποιημένος από τις αρνητικές επιδόσεις που καταγράφηκαν στις μεγάλες χρηματιστηριακές αγορές του πλανήτη, στα ομόλογα και στα ακίνητα εν μέσω των δυσμενών συνθηκών που διαμορφώθηκαν όταν ξεκίνησε ο πόλεμος στην Ουκρανία, ενώ το τελευταίο διάστημα συντελέστηκε πανωλεθρία στα κρυπτονομίσματα. Οι ειδικές συνθήκες ανεπαρκούς προσφοράς που προκλήθηκαν από τον πόλεμο και προβλημάτων στην τροφοδοσία (πανδημία) συνέβαλαν στην άνοδο των τιμών των εμπορευμάτων, ιδιαίτερα του φυσικού αερίου, του πετρελαίου και των τροφίμων. Με το δείκτη μετοχών υψηλής κεφαλαιοποίησης FTSE 25 να καταγράφει κέρδη κατά 4,78%, το δείκτη μετοχών μεσαίας κεφαλαιοποίησης FTSE 40 να υποχωρεί κατά -5,4% και τον τραπεζικό δείκτη να αυξάνεται κατά 11,4%, ενώ υπεραπόδοση κατέγραψε ο δείκτης εταιρειών πετρελαίου και αερίου (+44,36%).

Η ανοδική κίνηση του Γ.Δ. δεν αποτυπώθηκε στο μεγαλύτερο αριθμό εταιρειών καθώς 93 μετοχές κατέγραψαν απώλειες έναντι 59 μετοχών που σημείωσαν άνοδο και 3 μετοχών που ήταν αμετάβλητες. Παράλληλα, τα συναλλακτικά δεδομένα δεν διαφοροποιήθηκαν ουσιαστικά καθώς η μέση ημερήσια αξία των συναλλαγών ήταν 72.25 εκ. το 2022 (+3,44%). Παράλληλα, ο αριθμός των ενεργών μερίδων διαμορφώθηκε στις 18.374 στο τέλος Δεκεμβρίου χωρίς να σημειώσει σημαντικές αυξομειώσεις στη διάρκεια της χρονιάς καθώς δεν υπήρξε κάποια μεγάλη ΑΜΚ για να δραστηριοποιηθούν πολλοί επενδυτές όπως είχε συμβεί το 2021 (ΔΕΗ, Alpha Bank και Πειραιώς).

Ο χαμηλός βαθμός συμμετοχής ιδιωτών επενδυτών οδήγησε πιθανότατα σε υψηλότερο βαθμό συγκέντρωσης συναλλαγών και κατοχής μεγάλων χαρτοφυλακίων. Εκτιμάται ότι λιγότερα από 1.000 πρόσωπα (θεσμικοί επενδυτές εσωτερικού και εξωτερικού ή μεγαλομέτοχοι) κατέχουν τίτλους με αξία πάνω από €3 εκ. Ταυτόχρονα, συντηρείται ο υψηλός βαθμός συμμετοχής των αλλοδαπών επενδυτών στο ελληνικό χρηματιστήριο καθώς η συμμετοχή τους στις συναλλαγές στους τίτλους υψηλής κεφαλαιοποίησης ήταν 63,61% το Δεκέμβριο.

Το 2022 αντλήθηκαν από εισηγμένες εταιρείες συνολικά 1.094 εκ. ευρώ μέσω του χρηματιστηρίου. Από αυτά, €302,5εκ. προήλθαν από 8 αυξήσεις μετοχικού κεφαλαίου με μετρητά (σε εξέλιξη εκείνη της Lavipharm), €114,2 εκ από νέες εισαγωγές (την Dimand και την Μπλε

Κέρδος ΑΕΕΑΠ), €534,1 εκ. από 5 νέες ομολογιακές εκδόσεις και €143,2 εκ. από stock options και επανεπένδυση μερίσματος του ΟΠΑΠ. Ταυτόχρονα, 4 υγιείς εταιρείες (Byte, Ευρωπαϊκή Πίστη, Νίκας και Καραμολέγκος) διεγράφησαν από το Χ.Α. μειώνοντας κατά 2 ακόμη τη λίστα των υπό διαπραγμάτευση εταιρειών. Έτσι, στην κύρια αγορά διαπραγματεύονται πλέον 122 εταιρείες και στην Εναλλακτική 12 ενώ 18 εταιρείες είναι σε καθεστώς επιτήρησης. Ο αριθμός των εταιρειών στο Χ.Α. ήταν 251 το 1998 και 350 το 2005 όταν είχε καταγραφεί ο μέγιστος αριθμός εισηγμένων. Στο τέλος του 2022, το ΑΕΠ θα διαμορφωθεί πάνω από τα €200 δισ. (στα €210,2 δισ. εκτιμά ο προϋπολογισμός του 2023) με την αύξηση να ξεπερνά το 5%. Με την κεφαλαιοποίηση του Χ.Α. να φτάνει μόλις τα €65,79 δισ. στις 31/12, η σχέση της ως προς το ΑΕΠ διαμορφώνεται στο 31,3% υποχωρώντας από το περσινό 36,8 %, όταν ο ευρωπαϊκός μέσος όρος είναι υπερδιπλάσιος!

A2. Οι εξελίξεις του 2022

Η χρονιά ξεκίνησε με θετική διάθεση καταγράφοντας αξιοσημείωτο January effect με οδηγό τις τράπεζες, την επιτυχή έκδοση 10ετούς τίτλου από το Ελληνικό Δημόσιο με 1,84% και την αναγγελία προσύμφωνου εξαγοράς της Viva Wallet από τη J.P. Morgan, με την καταγραφή της υψηλής επίδοσης του έτους του Γ.Δ. στις 971,09 μονάδες στις 11 Φεβρουαρίου. Αμέσως μετά ωστόσο όλα άλλαξαν: με την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία στις 24 Φεβρουαρίου άρχισαν οι αναταράξεις στις αγορές με το ελληνικό χρηματιστήριο να καταγράφει το Μάρτιο νηοπομπή πτωτικών συνεδριάσεων. Οι τιμές του φυσικού αερίου και του πετρελαίου αναρριχώνται, το εμπόριο σιτηρών παρεμποδίζεται, ενώ ο Πούτιν εκδίδει διάταγμα για τη διενέργεια των συναλλαγών του φυσικού αερίου σε ρούβλια. Στο τέλος Μαρτίου ο Γ.Δ. του Χ.Α. υποχωρεί στις 879,45 μονάδες.

Όμως, τον Απρίλιο και ενόσω η Ουκρανική κρίση είναι σε εξέλιξη και στη Σαγκάη εφαρμόζονται αυστηρά περιοριστικά μέτρα για τον κορωνοϊό, το ελληνικό χρηματιστήριο αυτονομείται καθώς η S&P αναβαθμίζει την ελληνική οικονομία σε BB+ και εκδίδεται 5ετής τίτλος με απόδοση 2,37%, αν και την ίδια ώρα ο πληθωρισμός του Μαρτίου φτάνει το 8,9%. Στο τέλος του μήνα ο Γ.Δ. αναρριχάται στις 922,43 μονάδες.

Το Μάιο, το σκηνικό αλλάζει καθώς ο πληθωρισμός του Απριλίου φτάνει το 10,2% και όλοι κατανοούν ότι δεν είναι πρόσκαιρος. Εθνική και Μυτιληναίος εισέρχονται στο δείκτη MSCI Standard Greece, η Motor Oil αναγγέλλει deal με την Ελλάκτωρ αλλά ο Γ.Δ. υποχωρεί στο τέλος του μήνα στις 890,70 μονάδες.

Τον Ιούνιο η Federal ξεκινάει τις μεγάλες επιτοκιακές αυξήσεις αναγνωρίζοντας ότι ο πληθωρισμός επιμένει και αναγγέλλει το ξεκίνημα της προσπάθειας για την τιθάσευσή του. Ο ελληνικός πληθωρισμός του Μαΐου φτάνει το 11,3% και οι οικονομολόγοι μιλούν για την απειλή της αναβίωσης συνθηκών στασιμοπληθωρισμού. Το κλείσιμο του Γ.Δ. διαμορφώνεται χαμηλότερα, στις 810,42 μονάδες. Τον Ιούλιο, το σκηνικό χειροτερεύει με την δολιοφθορά στο Nord Stream 1 να οδηγεί σε αύξηση της τιμής του φυσικού αερίου και τον πληθωρισμό Ιουνίου στις ΗΠΑ να φτάνει το 9,1%. Η Federal συνεχίζει τις αυξήσεις επιτοκίων κατά 75 μ.β. και η ΕΚΤ ξεκινά τις δικές της, ενώ τον Αύγουστο η ρητορική Πάουελ προσλαμβάνει δραματικό χαρακτήρα βυθίζοντας τις αγορές. Στην Ελλάδα, οι εξαιρετικές εξαμηνιαίες επιδόσεις των τραπεζών συγκρατούν το Γ.Δ στις 856,36 μονάδες στο τέλος Αυγούστου.

Το Σεπτέμβριο η ενεργειακή κρίση οξύνεται με το Nord Stream 1 να διακόπτει τη λειτουργία του. Οι Κεντρικές Τράπεζες συνεχίζουν τις μεγάλες αυξήσεις. Παρά την αύξηση του ελληνικού ΑΕΠ στο +7,7% το ελληνικό χρηματιστήριο συγχρονίζεται με την πτώση των διεθνών αγορών και στις 29/9

ο Γ.Δ. καταγράφει τη χαμηλή επίδοση έτους στις 788,46 μονάδες, κλείνοντας στο τέλος του μήνα στις 792,90 μονάδες.

Στο τελευταίο τρίμηνο του έτους ενώ η Ουκρανική κρίση είναι σε εξέλιξη και οι Κεντρικές Τράπεζες συνεχίζουν την πολιτική αύξησης των επιτοκίων τους, η υποχώρηση της τιμής του φυσικού αερίου ανακουφίζει τις οικονομίες και βοηθάει τις αγορές. Στο τέλος Οκτωβρίου ο Γ.Δ. κλείνει στις 874,27 μονάδες καταγράφοντας τη μεγαλύτερη μηνιαία αύξηση (+10,26%), ενώ στο τέλος Νοεμβρίου επανέρχεται πάνω από τις 900 μονάδες και στο τέλος του μήνα κλείνει στις 912,33 μονάδες. Στις ΗΠΑ ο πληθωρισμός αποκλιμακώνεται (στο +7,7% τον Νοέμβριο), με το ανταλλακτήριο κρυπτονομισμάτων FTX να καταρρέει προκαλώντας πανωλεθρία στον κλάδο. Στην Ελλάδα, η Τέρνα Ενεργειακή γίνεται η 9^η μετοχή του δείκτη MSCI Standard Greece και οι επενδυτικοί οίκοι (Morgan Stanley, J.P.Morgan, Wood, Bofa κ.α.) αναβαθμίζουν με τις εκθέσεις τους τις ελληνικές τράπεζες και ανακοινώνουν υψηλές τιμές στόχους. Το Δεκέμβριο ωστόσο, ο Πάουελ προσπερνά την υποχώρηση του πληθωρισμού των ΗΠΑ (στο +7,1% το Νοέμβριο) και ανακοινώνει ότι οι επιτοκιακές αυξήσεις θα συνεχιστούν ως το 2024 παγώνοντας τις αγορές που προσέβλεπαν σε διαφορετικό φινάλε στο κλείσιμο του έτους.

A3 Ελληνικό χρηματιστήριο: Προοπτικές για το 2023

Αν και οι δείκτες του Χ.Α. συγχρονίστηκαν με τους ευρωπαϊκούς από την έναρξη της ουκρανικής κρίσης μέχρι το τέλος του 9μηνου του 2022, η εικόνα αντιστράφηκε στο τελευταίο 3μηνο καταγράφοντας ανοδικές επιδόσεις. Σαν αποτέλεσμα, ο Γ.Δ. κατέγραψε μικρά ετήσια κέρδη, ενώ οι τράπεζες που διαμόρφωσαν τους δείκτες των ΜΕΔ στο σύνολο των δανείων σε μονοψήφια επίπεδα κατέγραψαν μεγαλύτερα κέρδη. Παράλληλα, το ΑΕΠ εκτιμάται ότι θα καταγράψει το 2022 επίδοση πάνω από 5% υποβοηθούμενο από τις επενδύσεις, τις αυξημένες εξαγωγές και τις υψηλές ταξιδιωτικές εισπράξεις, με το αυξημένο ενεργειακό κόστος να μην επιτρέπει επανάληψη του ρυθμού μεγέθυνσης του 2021 (+8,3%). Αξιοσημείωτα θα είναι και τα κέρδη των εισηγμένων για το 2022 καθώς ήδη στο 9μηνο 120 μη τραπεζικές μετοχές κατέγραψαν αυξημένα καθαρά κέρδη κατά 67,3 % και επιπλέον σημαντικές χρηματικές διανομές.

Αν και η ελληνική οικονομία βιώνει επιβαρυντικά το δυσμενές εξωτερικό περιβάλλον που δεν αναμένεται να βελτιωθεί στο εγγύς μέλλον, είναι πιθανό να συνεχίσει να καταγράφει θετική επίδοση στο ΑΕΠ για 3ο συνεχόμενο έτος, εκτίμηση στην οποία συνομολογούν όλοι οι διεθνείς επενδυτικοί οίκοι με διαφορετικό βαθμό αισιοδοξίας (στο +1,8% η πρόβλεψη του προϋπολογισμού). Η ανάπτυξη θα είναι το αποτέλεσμα:

- Της αύξησης των επενδύσεων λόγω των αυξημένων ροών ευρωπαϊκών κονδυλίων (Ταμείο Ανάκαμψης και ΕΣΠΑ κυρίως).
- Της εξωστρέφειας των επιχειρήσεων που καταγράφουν εξαιρετικές επιδόσεις, με οδηγό τα προϊόντα των εταιρειών των διυλιστηρίων που συμμετέχουν στο 1/3 σχεδόν της αξίας των εξαγωγών, τα προϊόντα των εταιρειών αλουμινίου, τα προϊόντα των φαρμακευτικών εταιρειών και τα προϊόντα των εταιρειών τροφίμων.
- Μιας ακόμη καλής χρονιάς για τον τουρισμό σε συνέχεια εκείνης του 2022, με τις ταξιδιωτικές εισπράξεις για το 2023 να προβλέπεται ότι θα φτάσουν τα €20 δισ.

Ωστόσο, η διενέργεια των εκλογών, πιθανότατα μετά το 1^ο τρίμηνο, αναμένεται να επιβραδύνει τις αποφάσεις, ιδιαίτερα εκείνες που αφορούν τα επενδυτικά σχέδια του δημόσιου και του ιδιωτικού τομέα και να επιδράσει αρνητικά στην καταναλωτική συμπεριφορά των νοικοκυριών. Στο βαθμό ωστόσο που οι εκλογικές διαδικασίες οδηγήσουν στο σχηματισμό βιώσιμης

κυβέρνησης, αναμένεται να επιταχυνθούν οι διαδικασίες προώθησης των επενδυτικών σχεδίων μέσω και της απορρόφησης ευρωπαϊκών κονδυλίων για να εκπληρωθεί ο στόχος του +15,5% στις επενδύσεις που προβλέπει ο προϋπολογισμός του 2023.

Οι εξελίξεις αυτές θα αποτυπωθούν στα μεγέθη των εισηγμένων εταιρειών καθιστώντας το ελληνικό χρηματιστήριο πόλο έλξης αυξημένων εισροών, τόσο από το εξωτερικό όσο και από τους μέχρι τώρα ελάχιστα συμμετέχοντες Έλληνες, με τους δείκτες του να είναι ιδιαίτερα ελκυστικοί (P/E στο 7,4, P/BV στο 0,88 και μερισματική απόδοση 4,8% υπολογίζει η Jefferies για το επόμενο 12μηνο). Η ποθητή επενδυτική βαθμίδα θα έλθει εκτός απροόπτου το 2023, πιθανότατα όμως μετά τις εκλογές μέχρι τις οποίες η επιφυλακτικότητα θα διατηρείται συντηρώντας τις συναλλαγές χαμηλά.

Αν όμως η ελληνική οικονομία επιβεβαιώσει ότι έχει ξεκινήσει ένα μακρόχρονο ενάρτετο κύκλο ουσιαστικού παραγωγικού μετασχηματισμού και πολυετούς ανάπτυξης, είναι θέμα χρόνου να ακολουθήσουν και στο χρηματιστήριο εξελίξεις που σε βάθος χρόνου θα οδηγήσουν στην οργανική ενσωμάτωσή του στα νέα δεδομένα. Θα ξεπεραστεί έτσι η συσσώρευση στην περιοχή των 900 μονάδων με την αξία των συναλλαγών να επιτρέψει τη διάχυση του επενδυτικού ενδιαφέροντος για εταιρείες της μεσαίας και μικρής κεφαλαιοποίησης που διατηρούν ελκυστικές αποτιμήσεις παρά τις εξαιρετικές επιδόσεις, λόγω κυρίως των αξιοσημείωτων εξαγωγικών επιδόσεών τους.

Προσώρας πάντως, οι κύριες επενδυτικές επιλογές από τους ελληνικούς μετοχικούς τίτλους οφείλουν να επικεντρωθούν στην υψηλή κεφαλαιοποίηση (OTE, ΟΠΑΠ, Μυτιληναίος, ΕΕΕ, Εθνική Τράπεζα, Eurobank, Motor Oil, ΓΕΚΤΕΡΝΑ, Autohellas κ.α.) αλλά να συμπεριλάβουν και εκπροσώπους από τη μεσαία και μικρή κεφαλαιοποίηση (Cenergy, Elton, Flexorack, Entersoft, Ευρωσύμβουλοι κ.α.) που προσβλέπουν σε ουσιαστική αναβάθμιση των μεγεθών τους στα επόμενα χρόνια.

B. Το διεθνές περιβάλλον το 2022

B1. Η εισβολή στην Ουκρανία

Αυτή είναι, χωρίς αμφιβολία, η πιο δραματική και σημαντική εξέλιξη του 2022. Ενώ μια ρωσική εισβολή στην Ουκρανία φαινόταν πιθανή στις αρχές του έτους, η απόφαση του Προέδρου Βλαντιμίρ Πούτιν να διεξαγάγει έναν πόλεμο πλήρους κλίμακας πολύ πιο πέρα από την αυτονομιστική περιοχή του Ντονμπάς, κατέπληξε τον πλανήτη. Πέρα από την ανθρώπινη τραγωδία της σύγκρουσης, οι κυρώσεις που επιβλήθηκαν από τη Δύση έχουν εκτεταμένες συνέπειες για την παγκόσμια οικονομία. Αυτό το ιστορικό επεισόδιο έρχεται σε μια εποχή που η προσφορά πρώτων υλών είναι ήδη ανεπαρκής για να καλύψει τη ζήτηση. Η Ρωσία, αλλά και η Ουκρανία, παράγει και εξάγει τη συντριπτική πλειοψηφία αυτών των πρώτων υλών: πετρέλαιο, φυσικό αέριο, βιομηχανικά μέταλλα, πολύτιμα μέταλλα, καθώς και λιπάσματα και σιτηρά.

Ως εκ τούτου, η παγκόσμια οικονομία αντιμετωπίζει ένα σοκ προσφοράς πρώτων υλών, με συνέπειες τόσο για την ανάπτυξη (κίνδυνος ύφεσης) όσο και για τον πληθωρισμό (κίνδυνος αύξησης). Όμως, οι συνέπειες αυτής της σύγκρουσης θα μπορούσαν να επεκταθούν πολύ πιο πέρα από το 2022. Αυτή η σύγκρουση φαίνεται να οδηγεί σε μια νέα παγκόσμια τάξη πραγμάτων που χαρακτηρίζεται από ένα χάσμα μεταξύ Ανατολής και Δύσης. Ενώ οι Ηνωμένες Πολιτείες, η Ευρώπη και η Αυστραλία έχουν δείξει αλληλεγγύη στις κυρώσεις, το 84% του παγκόσμιου

πληθυσμού δεν τις εφαρμόζει. Επιπλέον οι σχέσεις μεταξύ Κίνας, Ρωσίας και Ινδίας έχουν ενισχυθεί περαιτέρω.

B2. Το κύμα του πληθωρισμού

Ο πληθωρισμός συνέχισε να εκπλήσσει ανοδικά το 2022, φθάνοντας σε υψηλά πολλών δεκαετιών σε όλο τον κόσμο. Τον Ιούλιο, οι τιμές καταναλωτή στις ΗΠΑ κορυφώθηκαν για το έτος με αύξηση των τιμών κατά 9,1% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, φθάνοντας σε υψηλό 40 ετών, κυρίως λόγω της αύξησης των τιμών της βενζίνης, των τροφίμων και των κατοικιών/ενοικίων .

Στην Ευρώπη, ο ετήσιος πληθωρισμός έφτασε το 11,5%, το υψηλότερο επίπεδο από τότε που υπάρχουν μηνιαία στατιστικά δεδομένα, το 1963. Ενώ ο άμεσος αντίκτυπος της ουκρανικής σύγκρουσης στην παγκόσμια οικονομία αναμένεται να είναι περιορισμένος αφού η ρωσική οικονομία αντιπροσωπεύει λιγότερο από 2% του παγκόσμιου ΑΕΠ, οι αυξανόμενες τιμές των εμπορευμάτων θα μπορούσαν να τροφοδοτήσουν υψηλότερο, ή τουλάχιστον πιο επίμονο πληθωρισμό.

B3. Το τέλος του εύκολου χρήματος

Στις 16 Μαρτίου, το FOMC της Fed έκανε πιο αυστηρά τα επιτόκια για πρώτη φορά από τον Δεκέμβριο του 2018. Ενώ ο πρόεδρος Τζερόμ Πάουελ αρχικά χαρακτήρισε τις πληθωριστικές πιέσεις μετά τον κορωνοϊό «παροδικές», οι αξιωματούχοι της Fed απομακρύνθηκαν από αυτή τη θέση. Καθ' όλη τη διάρκεια του πρώτου εξαμήνου του έτους, συνέχιζαν να επικοινωνούν την πρόθεσή τους να προχωρήσουν σε πολλαπλές αυξήσεις επιτοκίων αλλά παράλληλα να μειώσουν και το μέγεθος του ισολογισμού τους.

Όπως λοιπόν ήταν αναμενόμενο λοιπόν, η Fed συνέχισε και τους επόμενους μήνες να αυξάνει τα επιτόκια ενώ μείωσε τον ισολογισμό της κατά μισό τρισεκατομμύριο δολάρια. Οι επενδυτές προσαρμόσαν αναλόγως τις προσδοκίες τους, αναμένοντας μια ταχεία και απότομη αύξηση των επιτοκίων βραχυπρόθεσμα, με δυνητικά αρνητικές συνέπειες για την ανάπτυξη.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) δεν είχε άλλη επιλογή από το να ομαλοποιήσει και αυτή τη νομισματική της πολιτική. Η προσαρμογή της νομισματικής πολιτικής των Κεντρικών Τραπεζών επεκτάθηκε παγκοσμίως, με αξιοσημείωτη εξαίρεση την Ιαπωνία.

B4 . Ανησυχία ύφεσης

Από μακροοικονομική άποψη, το παγκόσμιο ΑΕΠ συνέχισε να αυξάνεται πάνω από τη μακροπρόθεσμη τάση του, αλλά οι προβλέψεις για την ανάπτυξη αναθεωρήθηκαν προς τα κάτω καθ' όλη τη διάρκεια του 2022, ενώ μια ύφεση το 2023 φαίνεται τώρα πιο πιθανή. Έτσι, η αγορά έχει μετατοπιστεί από τους φόβους για το επίπεδο των επιτοκίων (ή τις αποδόσεις των ομολόγων που επιβαρύνουν τις αποτιμήσεις των μετοχών) στους φόβους για πιθανή ύφεση της παγκόσμιας οικονομίας.

Πράγματι, το αυξανόμενο κόστος τροφίμων και ενέργειας μπορεί να μειώσει τις καταναλωτικές δαπάνες, ενώ οι εταιρείες μπορεί να αναγκαστούν να περιορίσουν τα λειτουργικά έξοδα και να προβούν σε απολύσεις, εάν η αύξηση των μισθών και του ενεργειακού κόστους επιβαρύνει την κερδοφορία τους. Ήδη σε αυτό τον τομέα έχουμε δει τις πρώτες κινήσεις από τις τεχνολογικές επιχειρήσεις.

Επιπρόσθετα, τα υψηλότερα επιτόκια θα καταστήσουν δυσκολότερη την εξυπηρέτηση των στεγαστικών δανείων, προκαλώντας επιβράδυνση της αγοράς ακινήτων. Οι οικονομικοί δείκτες δείχνουν απότομη επιβράδυνση της ανάπτυξης των ΗΠΑ. Στην Ευρώπη, η ενεργειακή κρίση είναι πιθανό να προκαλέσει ύφεση κατά τη διάρκεια του φετινού χειμώνα. Στην Ασία η άρση του zero covid policy από τη κινεζική κυβέρνηση μπορεί να δημιουργεί θετικές προσδοκίες για την ανάπτυξη, αλλά η συνεχής παροχή ρευστότητας από τη Κινεζική Κεντρική Τράπεζα στη διατραπεζική αγορά δημιουργεί προβληματισμό, καθώς η κρίση της αγοράς ακινήτων δεν έχει παρέλθει ακόμα.

B5. Αποδόσεις 2022

Μία από τις χειρότερες χρονιές για τις μετοχές των ΗΠΑ από το 2008, αλλά μία από τις καλύτερες για τα εμπορεύματα.

Στο πλαίσιο αυτό τα θύματα της αγοράς δεκάδες και οι διασωθέντες ελάχιστοι. Όσο για νικητές; Ίσως μόνο δύο στην πραγματικότητα: το αμερικανικό δολάριο, το οποίο ενισχύθηκε 8,2% έναντι των κυριότερων ανταγωνιστών του και τα εμπορεύματα, με τους δείκτες CRB και S&P GSCI να ενισχύονται περίπου 20%, καθώς ενέργεια και αγροτικά προϊόντα ακρίβυναν για όλους. Ακόμη και στο μέτωπο αυτό όμως τα βιομηχανικά μέταλλα είχαν μεγάλες απώλειες και το πετρέλαιο άνοδο μόλις 5,8%. Και τούτο γιατί ύστερα από ένα δυναμικό πρώτο εξάμηνο, βρέθηκαν να αιμορραγούν εξαιτίας των σεναρίων ύφεσης. Στους διασωθέντες μπορούμε να συμπεριλάβουμε τον χρυσό – χωρίς πάντως τις εντυπωσιακές επιδόσεις που θα περίμενε κανείς σε μία εποχή τόσο έντονης αβεβαιότητας. Μετοχές, ομόλογα, ευρώ, κρυπτονομίσματα ήταν από την άλλη τα μεγάλα θύματα.

Η μάχη των κεντρικών τραπεζών κατά του πληθωρισμού άνοιξε βαθιές πληγές για τις μετοχές. Ο παγκόσμιος δείκτης MSCI All Country Index με απώλειες -20% από τις αρχές του έτους, εμφανίζει τη χειρότερη επίδοση από το 2008, όταν είχε κάνει βουτιά 40%. Ο Dow Jones υποχώρησε -8,7%, ο S&P 500 -19,4% και ο Nasdaq -33,1%.

Ο δείκτης Stoxx 600 υποχώρησε -13,2% το 2022 καταγράφοντας την χειρότερη επίδοση από το 2018 όταν ο δείκτης είχε υποχωρήσει -13,24%. Υπενθυμίζεται ότι το 2021 ο Stoxx 600 είχε σημειώσει «άλμα» 22,5%. Τα χρηματιστήρια σε Γερμανία και Γαλλία έκλεισαν επίσης με σημαντικές απώλειες -12,5% και -9,5% αντίστοιχα. Εξαίρεση στον κανόνα ο βρετανικός δείκτης που κατάφερε να σημειώσει ετήσια κέρδη 1,2%, κόντρα στην κακή κατάσταση της οικονομίας, τις πολιτικές αναταράξεις στο Λονδίνο και την παράλυση που προκάλεσε για εβδομάδες ο θάνατος της βασίλισσας Ελισάβετ. Το σκηνικό παρόμοιο και στην Ασία. Στο -11% ο ιαπωνικός Nikkei και στο -22% ο CSI 300 στη Σανγκάη. Απώλειες -16% και για τον Hang Seng στο Χονγκ Κονγκ.

Οι μετοχές των ανεπτυγμένων αγορών υποχώρησαν κατά 12,2% σε ετήσια βάση, ενώ ο δείκτης MSCI Emerging Markets σημείωσε πτώση 21,1%. Αυτή είναι η χειρότερη χρονιά για τις μετοχές από το 2008. Όσον αφορά τις στρατηγικές, ο παγκόσμιος δείκτης μετοχών αξίας υποχώρησε -5,6% ξεπερνώντας έτσι σημαντικά τον παγκόσμιο δείκτη μετοχών ανάπτυξης ο οποίος υποχώρησε κατά -26,7%.

Όσοι επέλεξαν για μεγαλύτερη ασφάλεια τα ομόλογα, απογοητεύτηκαν. Αναπόφευκτα οι αυξήσεις επιτοκίων οδήγησαν σε ράλι των αποδόσεων και αντίστοιχα μεγάλη πτώση των τιμών τους. Τα κρατικά ομόλογα συνολικά εμφανίζουν απώλειες 13% φέτος. Τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα έχασαν 17,4%, ενώ το σφυροκόπημα ήταν πολύ ισχυρότερο για εκείνα της Ευρωζώνης,

συμπεριλαμβανομένων των ελληνικών που είχαν απώλειες άνω του 20%. Στο -25% τα γερμανικά Bunds και στο -28% τα 10ετη της Ιταλίας. Απώλειες άνω του 16% και για τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής βαθμίδας (IG).

Τα εμπορεύματα είναι η κατηγορία περιουσιακών στοιχείων με την καλύτερη απόδοση. Ο δείκτης Bloomberg Commodity σημείωσε άνοδο 11,6%. Ωστόσο, δεν απέδωσαν θετικά όλα οι κλάδοι των εμπορευμάτων. Τα βιομηχανικά μέταλλα έκλεισαν την περίοδο σε αρνητικό έδαφος καθώς οι περιορισμοί λόγω Covid στην Κίνα επιβάρυναν τη βιομηχανική δραστηριότητα και απείλησαν να περιορίσουν τις εισαγωγές μετάλλων. Η απόδοση των πολύτιμων μετάλλων - χρυσού και ασημιού - ήταν επίσης ελαφρώς αρνητική. Το πετρέλαιο, το οποίο σημείωνε άνοδο σχεδόν 60% στις αρχές του καλοκαιριού, έχασε μεγάλο μέρος των κερδών του προς το τέλος της χρονιάς.

B6. Πτώση ρεκόρ για τα διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια μετοχών και ομολόγων

Η ταυτόχρονη πτώση στις αγορές μετοχών και ομολόγων επηρέασε την απόδοση των διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων περιουσιακών στοιχείων. Το 2022 θα μείνει στην ιστορία ως ένα από τα λίγα χρόνια κατά τα οποία τόσο οι μετοχές όσο και τα κρατικά ομόλογα παρουσίασαν διψήφιες απώλειες. Μετά από μια ανοδική αγορά δύο δεκαετιών, τα ομόλογα κατέρρευσαν το 2022 καθώς η αγορά ενσωμάτωσε σταδιακά υψηλότερους ρυθμούς πληθωρισμού και προσδοκίες υψηλότερων επιτοκίων.

Εξετάζοντας την ιστορία απόδοσης από το 1928 ενός μικτού χαρτοφυλάκιο 60/40 (μετοχές/ομόλογα), έχουν υπάρξει μόνο 5 χρόνια κατά τα οποία ο S&P 500 και τα 10ετή αμερικανικά ομόλογα έχουν υποχωρήσει ταυτόχρονα. Τα έτη 1931, 1941, 1969, 2018 και το 2022. Το 2022 όμως είναι η μοναδική χρονιά στην ιστορία όπου ο δείκτης S&P 500 και τα 10ετή ομόλογα των ΗΠΑ κατέγραψαν και τα δύο πτώση άνω του 10%.

B7. Το τέλος την εποχή της ποσοτικής χαλάρωσης (QE)

Οι πληθωριστικές πιέσεις και οι αυξανόμενοι ρυθμοί ανάπτυξης φέρνουν το τέλος στην εποχή της ποσοτικής χαλάρωσης (QE) που κυριάρχησε όλη τη προηγούμενη δεκαετία. Οι αυξανόμενες αποδόσεις των ομολόγων έχουν επιβαρύνει τις μετοχές ανάπτυξης (growth). Αυτές περιλαμβάνουν και τα τεχνολογικά mega-caps, των οποίων οι μετοχές ήταν μακράν οι πιο αποδοτικές της εποχής των QE.

Οι μετοχές των FAANG (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google) παρουσίασαν σημαντική πτώση το 2022 λόγω της διπλής επίδρασης 1) της συμπίεσης της αποτίμησης τους (λόγω της αύξησης των αποδόσεων των ομολόγων και της μείωσης της παγκόσμιας όρεξης των επενδυτών για μετοχές ανάπτυξης) και 2) μιας σημαντικής επιβράδυνσης της αύξησης των εσόδων, καθώς το 2022 ωφέλησε σε μεγάλο βαθμό τις μετοχές της «οικονομίας που ανοίγει ξανά», ενώ τιμωρούσε αυτές που είχαν ωφεληθεί από τα lockdown. Ταυτόχρονα, οι κλάδοι που επωφελούνται από την άνοδο των τιμών των βασικών εμπορευμάτων και την αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων παρουσίασαν καλύτερες επιδόσεις.

B8. Ισχυρό δολάριο

Το δολάριο ενισχύθηκε περαιτέρω το 2022. Οι προσδοκίες για ταχύτερη νομισματική σύσφιξη στις ΗΠΑ βοήθησαν το δολάριο να σημειώσει άνοδο 7,8% για το έτος. Παραδόξως, το ρωσικό ρούβλι είναι ένα από τα νομίσματα με τις καλύτερες επιδόσεις του 2022, σημειώνοντας άνοδο 22,9%. Το bolivar της Βενεζουέλας (-58%) και το Cedi της Νέας Γκίνας (-56%) έχουν τις χειρότερες

επιδόσεις. Το ρεάλ Βραζιλίας (+7,3%) και το μεξικάνικο πέσο (+6,5%) ανατιμήθηκαν χάρη στην ισχύ της αγοράς των εμπορευμάτων.

B9. Η βρετανική κρίση

Το 2022 ήταν ένα "annus horribilis" για το Ηνωμένο Βασίλειο με τον θάνατο της Βασίλισσας, μεγάλες πολιτικές αναταραχές και στη συνέχεια μια οικονομική κρίση σπάνιου μεγέθους. Την τελευταία εβδομάδα του Σεπτεμβρίου, η λίρα έφτασε στο χαμηλότερο επίπεδο όλων των εποχών έναντι του δολαρίου, πλησιάζοντας την ισοτιμία, ενώ τα κρατικά ομόλογα είδαν τις αποδόσεις τους να φτάνουν στο υψηλότερο επίπεδο από το 2008. Η κλίμακα της κρίσης ήταν τέτοια που τα μέλη της Τράπεζας της Αγγλίας εργάστηκαν όλη τη νύχτα για να σώσουν το βρετανικό σύστημα συνταξιοδοτικών ταμείων.

Πράγματι, η κατάρρευση των κρατικών βρετανικών ομολόγων οδήγησε σε τεράστιες ανάγκες κάλυψης περιθωρίων (margin calls) στα συνταξιοδοτικά ταμεία, προκαλώντας αναγκαστικές πωλήσεις κρατικών ομολόγων, γεγονός που επιδείνωσε περαιτέρω την πτώση. Το επόμενο πρωί, η Τράπεζα της Αγγλίας αναγκάστηκε να ανακοινώσει την προσωρινή αναστολή της ποσοτικής σύσφιξης και την εφαρμογή άμεσου προγράμματος αγοράς κρατικών ομολόγων για να ανακόψει την άνοδο των αποδόσεων και να αποσοβήσει τον συστημικό κίνδυνο. Μετά από αυτή την ανακοίνωση, οι αποδόσεις των 30ετών ομολόγων του Ηνωμένου Βασιλείου, οι οποίες είχαν φτάσει στο υψηλότερο επίπεδο 20 ετών άνω του 5%, μειώθηκαν κατά 0,75% στο 4,3%, τη μεγαλύτερη ημερήσια πτώση των αποδόσεων στην ιστορία. Από τότε, οι αποδόσεις της λίρας και του χρυσού έχουν σταθεροποιηθεί.

B10 Κατάρρευση κρυπτονομισμάτων

Τα Crypto-νομίσματα είναι μέρος πλέον της ιστορίας των περιουσιακών στοιχείων και η χρονιά του 2022 ήταν οδυνηρή. Η πρώτη φάση της κατάρρευσης της αγοράς των κρύπτο έλαβε χώρα τους πρώτους έξι μήνες του έτους καθώς οι μακροοικονομικοί κίνδυνοι (το τέλος του εύκολου χρήματος) προκάλεσαν σημαντική υποχώρηση των κρυπτονομισμάτων - συμπεριλαμβανομένου του bitcoin. Η δεύτερη φάση της διόρθωσης αφορούσε αποκλειστικά την ίδια αγορά των κρυπτονομισμάτων.

Μετά την κατάρρευση των Terra Luna και Celsius, ένα νέο σκάνδαλο πολύ μεγαλύτερου μεγέθους συγκλόνισε την κρυπτοσφαίρα τον Νοέμβριο. Η FTX, η δεύτερη μεγαλύτερη πλατφόρμα ανταλλαγής κρυπτογράφησης στον κόσμο (και η πρώτη στις ΗΠΑ) ήταν πράγματι ένα σύμβολο του κόσμου των ψηφιακών περιουσιακών στοιχείων. Η FTX συγκέντρωσε κεφάλαια από μερικά από τα μεγαλύτερα ονόματα στον τομέα των επιχειρηματικών κεφαλαίων και της θεσμικής διαχείρισης - Sequoia, Tiger, Blackrock, SoftBank, το κρατικό επενδυτικό ταμείο της Σιγκαπούρης Temasek και το Ταμείο Συντάξεων Καθηγητών του Οντάριο για να αναφέρουμε μόνο μερικά. Το ψηφιακό πορτοφόλι FTX χρησιμοποιείται από εκατομμύρια χρήστες παγκοσμίως. Αφού αυξήθηκε εκθετικά από 1 δισεκατομμύριο δολάρια σε 32 δισεκατομμύρια δολάρια σε λίγο περισσότερο από 12 μήνες, η FTX τα έχασε όλα σε διάστημα 72 ωρών. Αυτό το τελευταίο σκάνδαλο έχει υποβαθμίσει σοβαρά την εμπιστοσύνη των επενδυτών στα κρυπτογραφικά περιουσιακά στοιχεία, ωθώντας τη συνολική κεφαλαιοποίηση της αγοράς κάτω από το 1 τρισεκατομμύριο δολάρια (από το υψηλό των 3 τρισεκατομμυρίων δολαρίων το 2021).

Γ. ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΓΙΑ ΤΟ 2023

Το 2023, η παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη αναμένεται ότι θα συνεχίσει πιθανότατα να επιβραδύνεται, με όλες τις μεγάλες οικονομίες να πρέπει να αντιμετωπίσουν πολλούς αρνητικούς παράγοντες. Στην Ευρώπη, οι αυξανόμενες τιμές της ενέργειας και η αβεβαιότητα σχετικά με τις συνέπειες του πολέμου στην Ουκρανία έχουν ήδη δημιουργήσει ένα σοκ εμπιστοσύνης και έχουν παρασύρει την Ευρωζώνη και το Ηνωμένο Βασίλειο στο χείλος της ύφεσης. Η επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης επηρεάζει επίσης άμεσα τις εξαγωγικές οικονομίες όπως τη Γερμανία και την Ιταλία ενώ θα επηρεάσει και την ελβετική οικονομία παρά την ανθεκτική εγχώρια ζήτηση.

Στις ΗΠΑ, οι αυστηρότεροι όροι χρηματοδότησης ήδη υπονομεύουν κλάδους που είναι ευαίσθητοι στα επιτόκια, όπως τα ακίνητα. Τα υψηλότερα επιτόκια θα επιβαρύνουν την οικονομική ανάπτυξη των ΗΠΑ το 2023, ακόμη και αν η αγορά εργασίας παραμείνει ισχυρή, στηρίζοντας την εγχώρια κατανάλωση και τη δραστηριότητα του τομέα των υπηρεσιών.

Η Κίνα εξακολουθεί να παλεύει με την πανδημία και οι αυστηρές πολιτικές κατά του Covid θα μπορούσαν να παραμείνουν ισχυρό εμπόδιο για την ανάπτυξη της οικονομίας το 2023, σε ένα περιβάλλον όπου οι αυστηρότεροι τεχνολογικοί κανονισμοί και η διόρθωση στον τομέα των ακινήτων μειώνουν ήδη την εγχώρια ζήτηση. Η Ιαπωνία δεν τα πάει καλύτερα, αντιμέτωπη με την επιβράδυνση της ζήτησης για τις εξαγωγές της και την ήπια εγχώρια κατανάλωση λόγω του αυξανόμενου πληθωρισμού.

Η τύχη των Αναδυόμενων Αγορών διαφέρει σημαντικά ανάλογα με τη γεωγραφία και τη δομή των οικονομιών. Η Ανατολική Ευρώπη επωμίζεται το βαρύτερο κόστος του πολέμου στην Ουκρανία, των κυρώσεων στη Ρωσία και της διακοπής του ενεργειακού εφοδιασμού. Στην Ασία και τη Λατινική Αμερική, οι οικονομίες που προσανατολίζονται έντονα προς την παγκόσμια ζήτηση μεταποίησης υποφέρουν από το ασθενέστερο περιβάλλον ανάπτυξης, ενώ οι εξαγωγείς εμπορευμάτων επωφελούνται από την αύξηση των τιμών. Συνολικά, η παγκόσμια ανάπτυξη φαίνεται ότι θα εξασθενήσει ξανά και το μακροοικονομικό περιβάλλον θα παραμείνει δύσκολο το 2023.

Ενώ η οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ και την Ευρώπη έχει επιβραδυνθεί περισσότερο από το αναμενόμενο, παραμένει θετική και ευθυγραμμισμένη με τις μακροπρόθεσμες δυνατότητες αυτών των οικονομιών. Όσο τα ποσοστά ανεργίας παραμένουν χαμηλά και τροφοδοτούν τις αυξήσεις των μισθών, ο αρνητικός αντίκτυπος του πληθωρισμού στην κατανάλωση μπορεί να περιοριστεί.

Οι αναδυόμενες οικονομίες επηρεάζονται με διαφορετικούς τρόπους από αυτό το περιβάλλον. Μετά από τα αυστηρά lockdown, η κινεζική οικονομία πιθανώς θα ανακάμψει το δεύτερο εξάμηνο του έτους, βοηθούμενη από τη στοχευμένη νομισματική και δημοσιονομική στήριξη.

Ο πληθωρισμός θα παραμείνει βασικός παράγοντας και το 2023, κυρίως για τον αντίκτυπό του στην κατανάλωση των νοικοκυριών και στα επιχειρηματικά περιθώρια κερδοφορίας, καθώς και για τις συνέπειές του στη χάραξη της νομισματικής πολιτικής στις αναπτυσσόμενες οικονομίες. Ο πληθωρισμός εκτινάχθηκε σε απροσδόκητα επίπεδα το 2022 λόγω των διαταραχών της αλυσίδας εφοδιασμού που οδήγησαν σε άνοδο των τιμών της ενέργειας και των εμπορευμάτων.

Εκτινάχθηκε επίσης λόγω των προσωρινών ενδείξεων ανοδικής τάσης μισθών στις ανεπτυγμένες οικονομίες, σε ένα περιβάλλον με ρεκόρ χαμηλής ανεργίας. Αυτές οι δύο ισχυρές κινητήριες

δυνάμεις του πληθωρισμού θα πρέπει να χάσουν κάποια από τη δύναμη τους το 2023, χάρη στην πιο αργή παγκόσμια ανάπτυξη και τα υψηλότερα επιτόκια.

Σε αυτό το στάδιο, το ερώτημα δεν είναι πλέον εάν ο πληθωρισμός θα επιβραδυνθεί από τα επίπεδα του 2022, αλλά το πόσο γρήγορα θα πραγματοποιηθεί αυτή η επιβράδυνση. Αρκετοί δείκτες υποδηλώνουν πράγματι μια χαλάρωση της δυναμικής αύξησης των τιμών υπό τη συνδυασμένη επίδραση της πιο ήπιας ζήτησης και της ομαλοποίησης της αλυσίδας εφοδιασμού.

Ωστόσο, μετά το σοκ πληθωρισμού που σημειώθηκε φέτος, ορισμένοι παράγοντες μπορεί να αποδειχθούν επίμονοι και πιθανότατα θα αποτρέψουν την ταχεία πτώση των ρυθμών πληθωρισμού. Οι ανοδικές πιέσεις στους μισθούς θα παραμείνουν για όσο διάστημα τα επίπεδα ανεργίας παραμένουν χαμηλά και δίνουν στους εργαζόμενους διαπραγματευτική δύναμη στις διαπραγματεύσεις με τους εργοδότες. Σε κάθε περίπτωση, ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει βασικός μοχλός του μακροοικονομικού περιβάλλοντος το 2023. Μια υποχώρησή του είναι πολύ πιθανή από τα επίπεδα του 2022, αλλά το απόλυτο επίπεδο πληθωρισμού θα παραμείνει υψηλότερο από αυτό που σημειώθηκε την τελευταία δεκαετία λόγω πολλών παραγόντων που τον καθιστούν ενδημικό.

Στις ανεπτυγμένες οικονομίες, η συνέχιση των ανοδικών πιέσεων στις τιμές θα διατηρηθεί στο επίκεντρο των κεντρικών τραπεζών έτσι ώστε να κάνουν τη νομισματική τους πολιτική πιο περιοριστική, αυξάνοντας τα επιτόκια και αποσύροντας μέρος της ρευστότητας που εισήχθη κατά τη διάρκεια της πανδημίας αλλά και πριν από αυτήν.

Για δύο δεκαετίες, το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού επέτρεψε στις κεντρικές τράπεζες να ανταποκρίνονται, χαλαρώνοντας γρήγορα τις χρηματοοικονομικές συνθήκες κάθε φορά που εμφανίζονταν καθοδικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη. Αυτό δεν ισχύει πλέον όταν οι ρυθμοί πληθωρισμού είναι τόσο μακριά από τον στόχο τους και όταν οι προσδοκίες και η υποκείμενη δυναμική των μισθών κινούνται υψηλότερα. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, οι κεντρικές τράπεζες πρέπει να επικεντρωθούν στην πρωταρχική τους εντολή/ mandate για τη «σταθερότητα των τιμών». Πρέπει να αυστηροποιήσουν την πολιτική τους σχεδόν ανεξάρτητα από τυχόν επιβράδυνση της οικονομικής ανάπτυξης, έως ότου μπορούν να είναι σίγουροι ότι ο υψηλός πληθωρισμός δεν θα γίνει ενδημικός.

Αυτή η τάση έχει ήδη ξεκινήσει το 2022 και ορισμένες κεντρικές τράπεζες έχουν ήδη προχωρήσει αρκετά σε αυτή τη διαδικασία. Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) υστερεί και βρίσκεται ακόμη στη μέση της διαδικασίας προσαρμογής μαζί με την Κεντρική Τράπεζα της Ελβετίας. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας ξεχώριζε ως η μόνη μεγάλη κεντρική τράπεζα που διατηρεί την εξαιρετικά διευκολυντική στάση της έως πρόσφατα αφού αναγκάστηκε και αυτή να συμμετάσχει στον χορό της παγκόσμιας αύξησης των επιτοκίων. Εκτός από την Ιαπωνία, οι ανεπτυγμένες κεντρικές τράπεζες αναμένεται να συνεχίσουν να αυξάνουν τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια και να απομακρύνουν τη ρευστότητα από την οικονομία το 2023, ενώ οι περισσότερες κεντρικές τράπεζες των Αναδυόμενων Αγορών είναι κοντά στο να ολοκληρώσουν τον κύκλο αύξησης των επιτοκίων.

Το μέγεθος των μελλοντικών αυξήσεων των επιτοκίων είναι εξαιρετικά αβέβαιο σε αυτό το στάδιο και θα εξαρτηθεί από τις εξελίξεις στο μέτωπο του πληθωρισμού. Ωστόσο, εάν ο πληθωρισμός δεν επιβραδυνθεί σημαντικά το 2023, τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια είναι πιθανό να αυξηθούν σε επίπεδα που είναι ουδέτερα για την οικονομική δραστηριότητα: κοντά στο 5% στις Ηνωμένες Πολιτείες, κοντά στο 3% στην Ευρωζώνη. Παράλληλα, η ρευστότητα θα μειωθεί περαιτέρω καθώς

οι κεντρικές τράπεζες εργάζονται για τη συρρίκνωση του μεγέθους του διογκωμένου ισολογισμού τους, ενισχύοντας τη συνεχιζόμενη αυστηροποίηση των παγκόσμιων συνθηκών χρηματοδότησης. Μια πιθανή «στροφή», δηλαδή μια αντιστροφή της πορείας με τις μειώσεις επιτοκίων κατά το δεύτερο εξάμηνο του έτους, θα μπορούσε να προβλεφθεί μόνο εάν ο πληθωρισμός μειωνόταν δραματικά και έφτανε τους στόχους των κεντρικών τραπεζών, ένα σενάριο απίθανο σε αυτή τη φάση. Το 2023, η νομισματική πολιτική σύσφιξης θα παραμείνει εμπόδιο για την οικονομική δραστηριότητα, με τη συνέχιση των αυξήσεων των επιτοκίων για τις περισσότερες ανεπτυγμένες κεντρικές τράπεζες.

Ως εκ τούτου, το μακροοικονομικό περιβάλλον αναμένεται να παραμείνει απαιτητικό το 2023, με επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης, παρατεταμένες πληθωριστικές πιέσεις και αυστηρότερους όρους χρηματοδότησης. Ωστόσο, πριν πάθει κανείς υπερβολική κατάθλιψη, πρέπει να έχει κατά νου ότι αυτές οι εξελίξεις έχουν ήδη τιμολογηθεί σε μεγάλο βαθμό από τις χρηματοπιστωτικές αγορές. Η χαμηλότερη παγκόσμια ανάπτυξη φαίνεται να είναι η κυρίαρχη άποψη για το επόμενο έτος. Μια σημαντική μείωση των ρυθμών πληθωρισμού έχει ήδη προεξοφληθεί για το 2023 όπως αυτό τεκμαίρεται από τα προθεσμιακά συμβόλαια.

Γύρω από αυτό το σενάριο, εντοπίζουμε δύο τύπους κινδύνων που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε απροσδόκητη πρόσθετη επιδείνωση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος το επόμενο έτος. Πρώτον, οι «συμβατικοί καθοδικοί κίνδυνοι ύφεσης» σε αυτό το στάδιο του κύκλου δεν μπορούν να παραμεληθούν. Η συνεχιζόμενη ενεργειακή κρίση στην Ευρώπη, μέχρι στιγμής μετριασμένη από τις ήπιες θερμοκρασίες, παραμένει ένας ισχυρός αντίθετος άνεμος που έχει ήδη πλήξει σοβαρά το επιχειρηματικό κλίμα και τα νοικοκυριά.

Η Ευρώπη συνεχίζει να βρίσκεται στο έλεος των χαμηλών θερμοκρασιών και των πιθανών νέων ανοδικών πιέσεων στις τιμές της ενέργειας που μπορεί να επηρεάσουν περισσότερο την οικονομική δραστηριότητα και να προκαλέσουν βαθύτερη ή/και μεγαλύτερη ύφεση από ό,τι αναμένεται επί του παρόντος.

Στις ΗΠΑ, η ισχυρή σύσφιξη των συνθηκών χρηματοδότησης, που ήδη επηρεάζει σε μεγάλο βαθμό τους ευαίσθητους στα επιτόκια τομείς, όπως τα ακίνητα, θα γίνει πλήρως αισθητή και από την υπόλοιπη οικονομία μόνο κατά τη διάρκεια του επόμενου έτους και ενδέχεται να προκαλέσει ισχυρή ύφεση. Η έντονη αύξηση των επιτοκίων αυξάνει επίσης τον κίνδυνο χρηματοπιστωτικής αστάθειας και ενός «συστημικού γεγονότος» που να εκτροχιάσει την παγκόσμια αναπτυξιακή τροχιά.

Με λίγα λόγια, ο κίνδυνος ενός ασθενέστερου από το αναμενόμενο περιβάλλοντος οικονομικής ανάπτυξης είναι σημαντικός σε αυτό το περιβάλλον υψηλών επιτοκίων, ισχυρού δολαρίου και μείωσης της ρευστότητας. Οι τιμές της ενέργειας παραμένουν ως δαμόκλεια σπάθη που κρέμεται πάνω από τις προοπτικές, ειδικά για την Ευρώπη. Τέλος, η πρόσφατη άνοδος των κρουσμάτων Covid στην Κίνα δείχνει ότι ο κόσμος δεν έχει βγει ακόμη εντελώς από την πανδημία και ένα νέο ξέσπασμα θα μπορούσε να προκαλέσει ένα ακόμη πλήγμα σε έναν ήδη εξασθενημένο παγκόσμιο ρυθμό ανάπτυξης.

Η μακροοικονομική τροχιά για το 2023 διακυβεύεται και πολλά εξαρτώνται από την ικανότητα των υπευθύνων χάραξης πολιτικής να αντιδρούν στην εξέλιξη των οικονομικών συνθηκών. Με την αξιοπιστία τους και τις προοπτικές επανεκλογής τους επίσης να διακυβεύονται, το κίνητρο είναι ισχυρό για να βρουν τη σωστή ισορροπία, σε αντίθεση με το είδος των απαντήσεων «ό,τι χρειάζεται» που είχε γίνει ο κανόνας.

Επίσης, δεν θέλουμε να αποκλείσουμε πιθανές θετικές εκπλήξεις που θα μπορούσαν να βοηθήσουν στη βελτίωση του περιβάλλοντος το επόμενο έτος, ακόμη και αν είναι πιο πιθανό να προέρχονται έξω από την αυστηρά οικονομική σφαίρα: χαλάρωση των γεωπολιτικών και εμπορικών εντάσεων (Ευρώπη/Ρωσία, ΗΠΑ/ Ιδιαίτερα η Κίνα) θα μπορούσε να βοηθήσει στην άμβλυνση των παγκόσμιων πληθωριστικών πιέσεων και να φέρει κάποια ανακούφιση στις κεντρικές τράπεζες και ενδεχομένως να τονώσει το παγκόσμιο εμπόριο και την οικονομική ανάπτυξη.

Ένας ήπιος χειμώνας στην Ευρώπη θα μπορούσε να βοηθήσει στην άμβλυνση των επιπτώσεων των υψηλών τιμών της ενέργειας και των πιθανών περιορισμών στην οικονομική δραστηριότητα. Ένα εκ νέου άνοιγμα της κινεζικής οικονομίας, με την υποχώρηση των περιορισμών που σχετίζονται με τον Covid και μια λιγότερο παρεμβατική κυβέρνηση, θα είχε επίσης σημαντικό αντίκτυπο στην παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, ακόμη κι αν είναι πιθανώς εις βάρος των υψηλότερων τιμών της ενέργειας και των εμπορευμάτων.

Συνοψίζοντας, το οικονομικό περιβάλλον θα παραμείνει πιθανότατα απαιτητικό και το 2023, καθώς η οικονομική ανάπτυξη επιβραδύνεται, ενώ ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός και οι κεντρικές τράπεζες συνεχίζουν να αυξάνουν τα επιτόκια. Ωστόσο, δεν αναμένουμε ότι η μακροοικονομική κατάσταση θα επιδεινωθεί πολύ περισσότερο από ό,τι αναμενόταν, κλίνοντας προς ένα σενάριο οικονομικής «ήπιας ύφεσης» μετά τις αναταράξεις της τελευταίας τριετίας. Ωστόσο, οι κίνδυνοι γύρω από αυτό το κεντρικό σενάριο κλίνουν ως επί το πλείστον προς τα κάτω, για μια παγκόσμια οικονομία που έχει ήδη αποδυναμωθεί από τις εξελίξεις του τρέχοντος έτους 2022.

G1. ΜΕΤΟΧΕΣ

Το 2022 θα μείνει στη μνήμη μας ως ένα από τα λίγα στην ιστορία όπου τόσο οι μετοχές όσο και τα κρατικά ομόλογα παρουσίασαν διψήφιες απώλειες. Πάνω από 20 τρισεκατομμύρια δολάρια εξαφανίστηκαν από τις παγκόσμιες αγορές μετοχών. Αυτό θα έχει διαρκή ψυχολογική επίδραση στους ιδιώτες επενδυτές, οδηγώντας πολλούς να σκεφτούν δύο φορές πριν αγοράσουν μετοχές. Αυτό ισχύει ιδιαίτερα καθώς οι πιο ελκυστικές αποδόσεις στις αγορές ομολόγων τις καθιστούν πιο ελκυστικές από πριν, κάτι που δεν είχε παρατηρηθεί την τελευταία δεκαετία.

Η υποχώρηση των μετοχικών αξιών το 2022 είναι σε μεγάλο βαθμό αποτέλεσμα των υψηλότερων επιτοκίων που συμπίεσαν τους πολλαπλασιαστές (Τιμή προς Κέρδη). Το σημείο εκκίνησης ήταν αυξημένο (ακριβά πολλαπλάσια), επομένως αυτή η υποχώρηση επανέφερε τις αποτιμήσεις σε πιο δίκαια, αλλά όχι φθηνά, επίπεδα. Παρά τον κίνδυνο περαιτέρω πολλαπλής συμπίεσης που προκαλείται από μια σοβαρή ύφεση (όχι το κύριο σενάριο μας), πιστεύουμε ότι η μεγάλη απειλή για τις μετοχές προκύπτει λιγότερο από τις αποτιμήσεις παρά από τη κερδοφορία. Μέχρι στιγμής, οι περισσότερες εταιρείες δεν έχουν δυσκολευτεί με το υψηλότερο κόστος χρηματοδότησης. Κατάφεραν επίσης να περάσουν τα υψηλότερα κόστη στις τιμές των τελικών προϊόντων και είδαν ανθεκτικότητα στη ζήτηση από μεριά των καταναλωτών.

Ως εκ τούτου, τα περιθώρια κερδοφορίας παραμένουν σε υψηλά επίπεδα, αλλά αυτό θα μπορούσε να αλλάξει τα επόμενα τρίμηνα, καθώς το κόστος χρηματοδότησης αυξάνεται ενώ η ισχύς των τιμών και η καταναλωτική ζήτηση επιδεινώνονται. Σε μια πιθανή ήπια ύφεση, τα κέρδη θα πρέπει να μειωθούν κατά περίπου -10%. Αυτοί οι κίνδυνοι θα μπορούσαν να αντισταθμιστούν με πιθανά καλά νέα που θα ήταν πολύ θετικά για τις αγορές. Για παράδειγμα, ο τερματισμός της

σύγκρουσης στην Ουκρανία, το άνοιγμα εκ νέου στην Κίνα ή μια σημαντική επιβράδυνση του πληθωρισμού θα ήταν ανακούφιση για τις αγορές.

Με αυτό το σενάριο κατά νου, επιλέγουμε να παραμείνουμε αμυντικά/συντηρητικά τοποθετημένοι προς το παρόν. Προτιμούμε εταιρείες με τιμολογιακή ισχύ, σταθερά περιθώρια κέρδους και προϊόντα/υπηρεσίες που δεν μπορούν εύκολα να παραλειφθούν ή να αντικατασταθούν. Βρίσκουμε αυτές τις εταιρείες σε τομείς όπως η υγειονομική περίθαλψη και τα βασικά καταναλωτικά αγαθά.

Παραμένουμε επίσης θετικοί στον ενεργειακό τομέα, ειδικά αυτόν της πράσινης ενεργειακής μετάβασης. Ακόμη και σε περίπτωση ύφεσης, όπου συνήθως υπάρχει μείωση της ζήτησης, οι διαρθρωτικές ανισορροπίες που προκύπτουν από τις υποεπενδύσεις την τελευταία δεκαετία είναι τόσο έντονες που οι τιμές του πετρελαίου θα πρέπει μάλλον να παραμείνουν υψηλές.

Εκτός από το βασικό μας σενάριο, θέλουμε να εξετάσουμε και κάποιες εναλλακτικές. Δεν είναι σαφές πότε και εάν οι αγορές θα υποχωρήσουν περαιτέρω. Όμως πιθανότατα αυτές θα παραμείνουν ασταθείς το πρώτο εξάμηνο του έτους μέχρι να υπάρξει περισσότερη σαφήνεια σχετικά με τις ενέργειες των κεντρικών τραπεζών. Επιπλέον, οι αγορές θα μετρήσουν σε ποιο βαθμό η οικονομία έχει επηρεαστεί από τα υψηλότερα επιτόκια. Εάν όμως πραγματοποιηθεί μία από τις θετικές εκπλήξεις που αναφέραμε παραπάνω, το 2023 θα πρέπει να προσφέρει πολύ ελκυστικά σημεία εισόδου για εταιρείες που οι μετοχές τους διαπραγματεύονται φθηνά είτε λόγω της γεωγραφικής τους θέσης (π.χ. Κίνα) είτε λόγω του κλάδου που ανήκουν (π.χ. Τεχνολογία).

Γ2 . ΟΜΟΛΟΓΑ

Ξεκινήσαμε το 2022 χωρίς δίχτυ ασφαλείας με ποσοστά κοντά στο μηδέν ή σε αρνητικό έδαφος. Ωστόσο, οι αγορές έπρεπε να αντιμετωπίσουν ένα διπλό πληθωριστικό σοκ που προκλήθηκε από το άνοιγμα της παγκόσμιας οικονομίας (εκτός από την Κίνα) και τον πόλεμο στην Ουκρανία. Αυτό το εκρηκτικό κοκτέιλ πληθωρισμού πυροδότησε έναν απότομο και γρήγορο κύκλο νομισματικής σύσφιξης και το τέλος των πολιτικών μηδενικών/αρνητικών επιτοκίων σε όλο τον κόσμο. Σε απάντηση, οι αγορές επανεκτίμησαν έντονα αυτό το νέο καθεστώς πληθωρισμού και νομισματικής πολιτικής στέλνοντας την απόδοση του 10ετους ομόλογου των ΗΠΑ στο 4,35%, από 0% πριν από ένα χρόνο, επιφέροντας τη μεγαλύτερη αντιστροφή της καμπύλης αποδόσεων των ΗΠΑ ποτέ.

Με διψήφιες απώλειες για όλα τα τμήματα σταθερού εισοδήματος εκτός από τα δάνεια με μόχλευση, το 2022 είναι το χειρότερο έτος που έχει υπάρξει ποτέ για την κατηγορία περιουσιακών στοιχείων σταθερού εισοδήματος. Ωστόσο, οι προοπτικές για το 2023 είναι πολύ πιο θετικές από ό,τι ήταν την τελευταία δεκαετία εξαιτίας της αντιστροφής της νομισματικής πολιτικής. Είμαστε πλέον πιο θετικά διακείμενοι στην κατηγορία σταθερού εισοδήματος για το 2023 με βάση την ελκυστικότητά της σε απόλυτους και σχετικούς όρους.

Πράγματι, η απόδοση των αμερικανικών ομολόγων επενδυτικής βαθμίδας βρίσκεται τώρα στο υψηλότερο επίπεδο της τελευταίας δεκαετίας και είναι υψηλότερη από την απόδοση κερδών του δείκτη S&P 500. Σε απόλυτες τιμές, οι αποδόσεις σταθερού εισοδήματος εισέρχονται σε μια πολύ ελκυστική ζώνη σε σχέση με τη ιστορία. Μόνο το 20% των αποδόσεων που κατεγράφησαν από τις αρχές αυτού του αιώνα ήταν υψηλότερες από τις τρέχουσες.

Πιστεύουμε, ωστόσο, ότι η αντιπληθωριστική στάση περιορίζει ανοδικά τα περιουσιακά στοιχεία κινδύνου. Σε αντίθεση με το περιβάλλον υψηλού πληθωρισμού της δεκαετίας του 1970, η Federal Reserve κατέστησε σαφές ότι μόνο απτές ενδείξεις ότι ο πληθωρισμός θα επιστρέψει στον στόχο της θα έδινε τέλος στην περιοριστική της στάση. Αναμένουμε ότι το επιτόκιο των κεφαλαίων της Fed πιθανώς να φτάσει στο 5% την επόμενη άνοιξη και ίσως να το ξεπεράσει.

Γυρίζουμε λοιπόν επιλεκτικά θετικά στα κρατικά ομόλογα. Μας αρέσει το μπροστινό άκρο της καμπύλης απόδοσης καθώς προσφέρει αξιοπρεπή απόδοση και ευαισθησία χαμηλού ποσοστού, ενώ πιστεύουμε ότι το μακρύ άκρο της καμπύλης απόδοσης των ΗΠΑ είναι πολύ λιγότερο ελκυστικό. Πράγματι, η πρόσφατη αντιστροφή της καμπύλης αποδόσεων θέτει σε κίνδυνο οποιαδήποτε επένδυση σε ομόλογα με διάρκεια μεγαλύτερη των 20 ετών.

Χρειαζόμαστε επίσης χαμηλότερη μεταβλητότητα επιτοκίων. Το 2022, η αστάθεια των επιτοκίων ήταν εξαιρετικά υψηλή βάσει ιστορικών προτύπων, προκαλώντας σημαντικές εκροές κεφαλαίων και περαιτέρω αβεβαιότητα. Τέλος, πρέπει πρώτα να πειστούμε ότι οι πληθωριστικές πιέσεις θα ηρεμήσουν και θα επιστρέψουν γρήγορα στα επίπεδα-στόχους των κεντρικών τραπεζών πριν σκεφτούμε τα ομόλογα μακροπρόθεσμης λήξης. Σε αυτό το σημείο, τίποτα δεν μας δείχνει ξεκάθαρα ότι πρέπει να επενδύσουμε σε μακροπρόθεσμα ομόλογα.

Στην Ευρώπη, η δυνατότητα για περαιτέρω αυξήσεις επιτοκίων εξακολουθεί να υπάρχει, αλλά το τελικό επιτόκιο θα πρέπει να είναι πολύ χαμηλότερο από ό,τι στις ΗΠΑ. Ωστόσο η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα εξακολουθεί να υστερεί και αναμένεται να αυστηροποιήσει τη νομισματική της πολιτική αυξάνοντας τα επιτόκια. Σε αυτό το πλαίσιο, προτιμούμε τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα έναντι των ευρωπαϊκών. Επίσης συνεχίζουν να μας αρέσουν τα βραχυπρόθεσμα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής βαθμίδας των ΗΠΑ.

Στην Ευρώπη, το απόλυτο επίπεδο των επιτοκίων δεν προστατεύει τους επενδυτές όπως στις Ηνωμένες Πολιτείες, αλλά η ευρωπαϊκή πιστωτική αγορά έχει υποφέρει περισσότερο (διεύρυνση των πιστωτικών περιθωρίων) και η διαφορά μεταξύ της καμπύλης swap (το σημείο αναφοράς που χρησιμοποιούν οι εταιρείες για να αναχρηματοδοτηθούν) και τα κρατικά ομόλογα είναι σε ακραία επίπεδα. Αυτά τα δύο στοιχεία συνηγορούν υπέρ της κατανομής ορισμένων επενδύσεων σε ποιοτικά ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα.

Παραμένουμε πολύ επιλεκτικοί στον τομέα των ομολόγων υψηλών αποδόσεων (High Yield) και συνιστούμε επενδύσεις μόνο σε εταιρικά ομόλογα σύντομης διάρκειας λήξης (μέγιστη διάρκεια 2 ετών), σε εταιρείες χωρίς σημαντικές αποπληρωμές στο άμεσο μέλλον και με πολύ καλή ορατότητα των ταμειακών τους ροών. Το τμήμα ομολόγων υψηλής απόδοσης θα πρέπει να υποφέρει από την πιθανή αύξηση των ποσοστών αθέτησης υποχρεώσεων και τη χαμηλή αποτίμηση σε σύγκριση με αυτά της υψηλής ποιότητας. Από την άλλη πλευρά, η προσφορά θα συνεχίσει να παραμένει περιορισμένη, καθώς δεν υπάρχει πίεση αναχρηματοδότησης πριν από το 2025.

Στις Αναδυόμενες Αγορές (EM), ευνοούμε τα βραχυπρόθεσμα ομόλογα λόγω των θεμελιωδών μεγεθών και της αποτίμησης των εταιρειών. Πράγματι, τα θεμελιώδη μεγέθη των εταιρειών EM δεν ήταν ποτέ καλύτερα (χαμηλό χρέος, χαμηλή έκθεση σε δολάρια, όφελος από την έκρηξη των τιμών των εμπορευμάτων), κάτι που δίνει ορατότητα για ένα ή δύο χρόνια. Επιπλέον, η αποτίμηση του τμήματος βρίσκεται πλέον σε ελκυστικά επίπεδα. Η μέση απόδοση των εταιρικών ομολόγων των αναδυόμενων αγορών είναι επί του παρόντος πάνω από το επίπεδο που είχε

βρεθεί λόγω της κρίσης Covid, εξαιτίας γεγονότων όπως ο πόλεμος στην Ουκρανία και η κατάρρευση του κινεζικού τομέα ακινήτων.

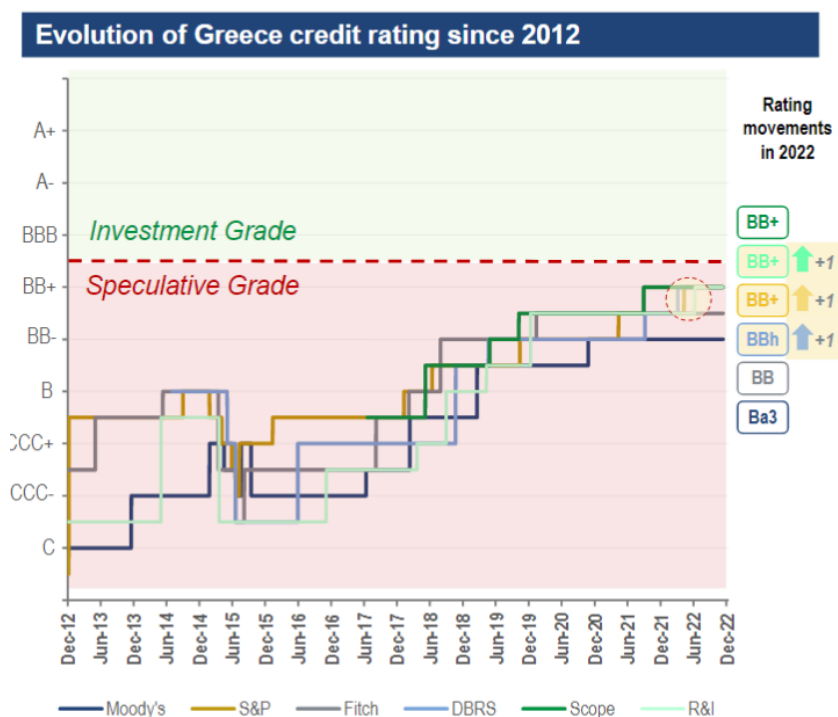
Συμπερασματικά, πιστεύουμε ότι η κατηγορία περιουσιακών στοιχείων σταθερού εισοδήματος θα ξεκινήσει το έτος σε ένα επίπεδο αξίας που δεν έχει παρατηρηθεί εδώ και πολύ καιρό. Πιστεύουμε ότι είναι καιρός να προσθέσουμε επιλεκτικά έκθεση στο σταθερό εισόδημα. Ένα χαρτοφυλάκιο που θα αποτελείται από ομόλογα υψηλής ποιότητας βραχείας έως ενδιάμεσης λήξης και πολύ βραχυπρόθεσμα ομόλογα αναδυόμενων αγορών και υψηλής απόδοσης θα μπορούσε να είναι ο ιδανικός συνδυασμός για τη δημιουργία ελκυστικών αποδόσεων το 2023.

Γ3. Εμπορεύματα

Ενώ τα εμπορεύματα είναι η κατηγορία περιουσιακών στοιχείων με τις καλύτερες επιδόσεις το 2022, οι ροές κεφαλαίων ήταν αρνητικές και εξακολουθεί να υποεκπροσωπείται σε μεγάλο βαθμό στα παγκόσμια χαρτοφυλάκια περιουσιακών στοιχείων. Με μια πιθανή άνοδο στις τιμές του πετρελαίου το δεύτερο εξάμηνο του έτους και την πτώση του δολαρίου, τα εμπορεύματα θα μπορούσαν να καταγράψουν άλλη μια θεαματική χρονιά καθώς οι καταναεμητές περιουσιακών στοιχείων αποφασίζουν τελικά να συμπεριλάβουν εμπορεύματα στα παγκόσμια χαρτοφυλάκια. Τα πολύτιμα μέταλλα (Χρυσός, Ασήμι) θα αυξηθούν λόγω της αποδυνάμωσης του δολαρίου και της πτώσης των πραγματικών επιτοκίων (λόγω της αύξησης των μακροπρόθεσμων προσδοκιών για τον πληθωρισμό). Η σχετική απόδοση των εμπορευμάτων έναντι των μετοχών τείνει να διαρκέσει αρκετά χρόνια και προς τις δύο κατευθύνσεις (πάνω και κάτω). Ίσως βρισκόμαστε στην αρχή μιας τέτοιας ανοδικής τάσης για τη σχετική απόδοση των εμπορευμάτων.

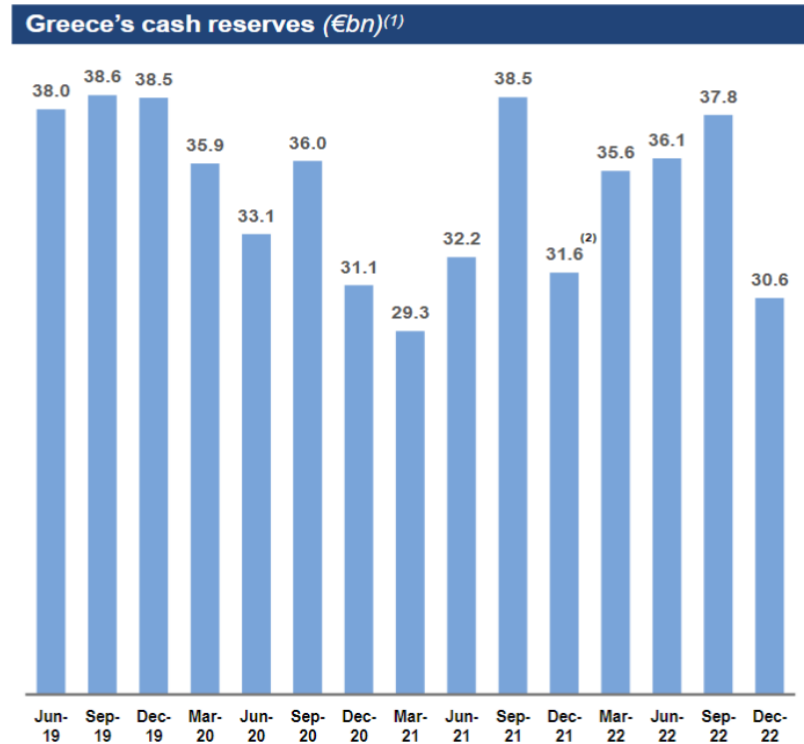
Δ. ΠΑΡΑΡΤΗΜΑΤΑ

Δ.1. ΧΡΕΟΣ ΕΛΛ. ΔΗΜΟΣΙΟΥ / ΔΗΜΟΣΙΟΝΟΜΙΚΗ ΕΙΚΟΝΑ



Sources: DBRS, Fitch, Moody's, S&P, Scope, R&I

Note: DBRS and Scope credit ratings are available since 2014 and 2017 respectively

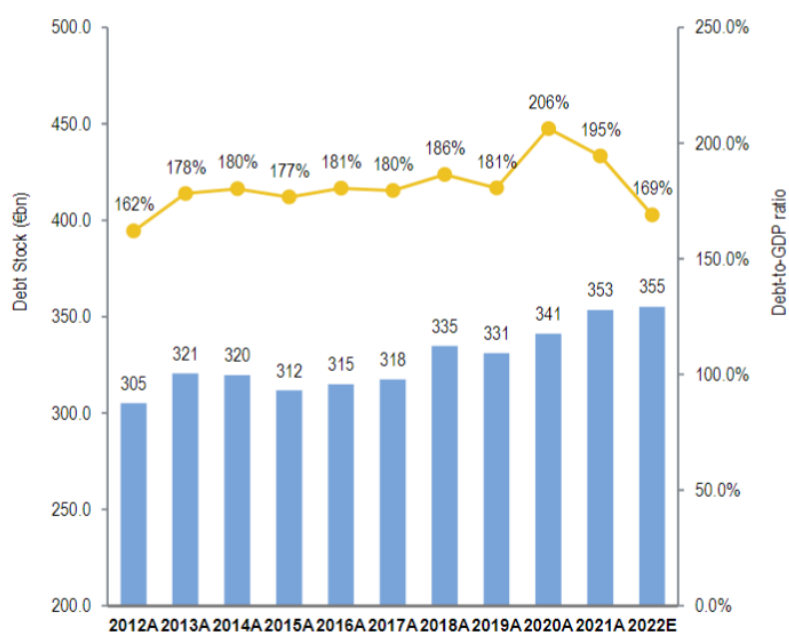


Outstanding amount of GGB per maturity (€bn)



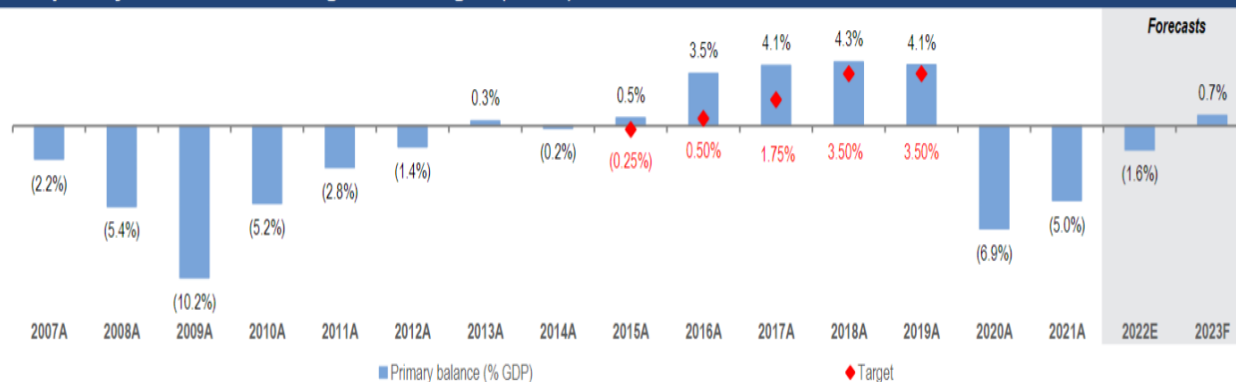
Source: PDMA, Bloomberg as of 21/12/2022

Evolution of Greece public debt (€bn and %GDP)



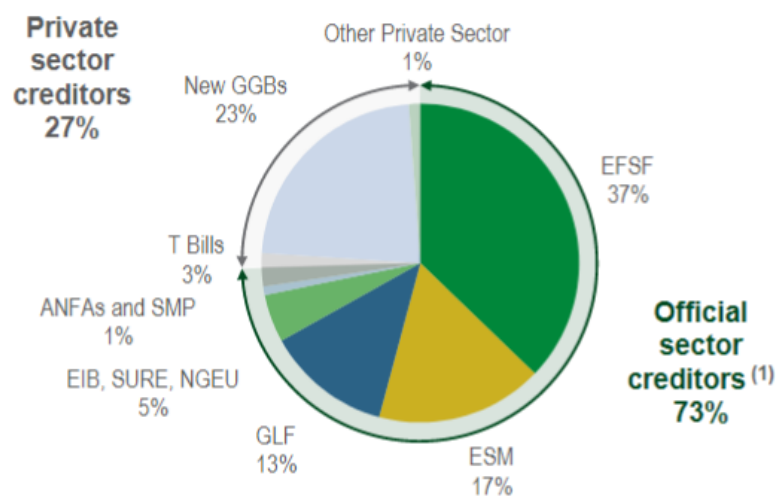
Sources: 2023 Final Draft Budget Report (Nov. 2022), European Commission (AMECO database)

Greek primary balance: historical figures and targets (%GDP)

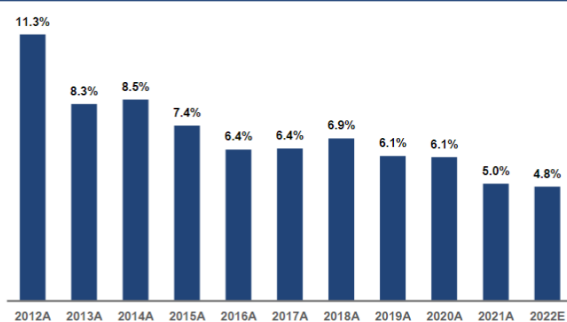


Sources: IMF WEO for 2007-2017; European Commission (Autumn Forecasts 2021 and 2022) for 2018-2021; 2022 Final Draft Budgetary Plan (Nov. 2022) for 2022E and 2023F

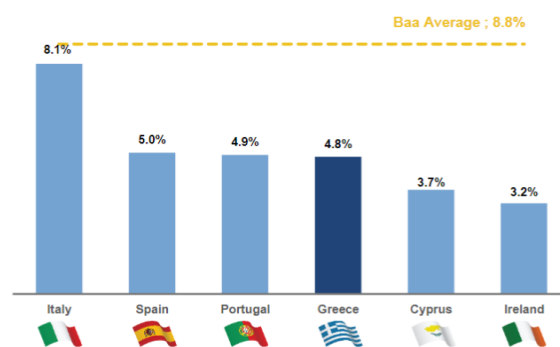
Debt breakdown by type of instruments, as of YE 2022E



Evolution of Greece interest payment to revenues



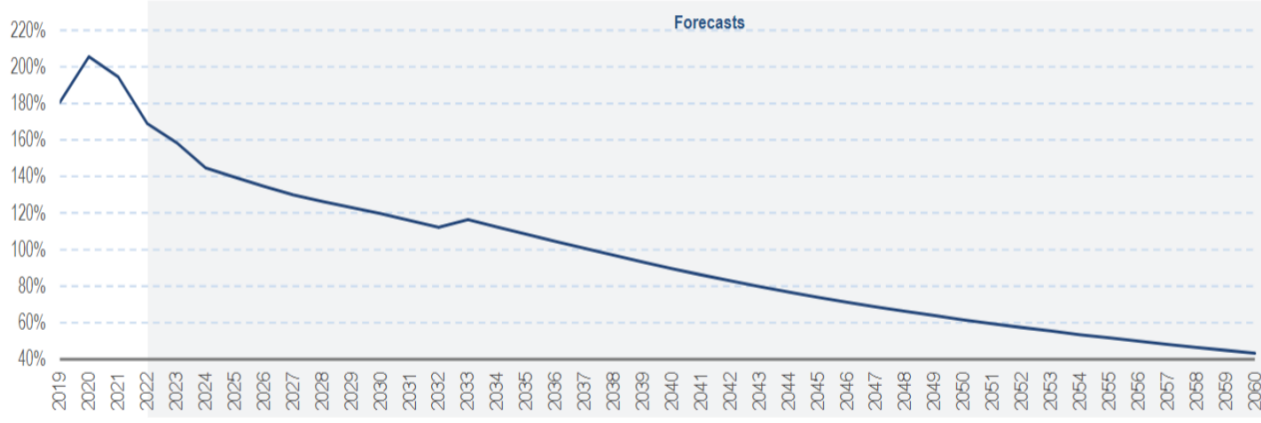
Greece & EZ peers' interest payment to revenues (2022E)



Source: European Commission (AMECO database)

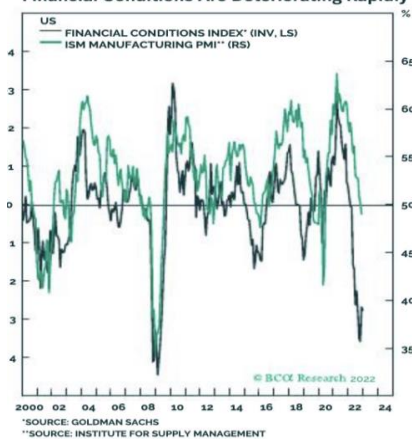
Sources: European Commission (AMECO database), Moody's for Baa average

Public debt to GDP forecast (% of GDP)

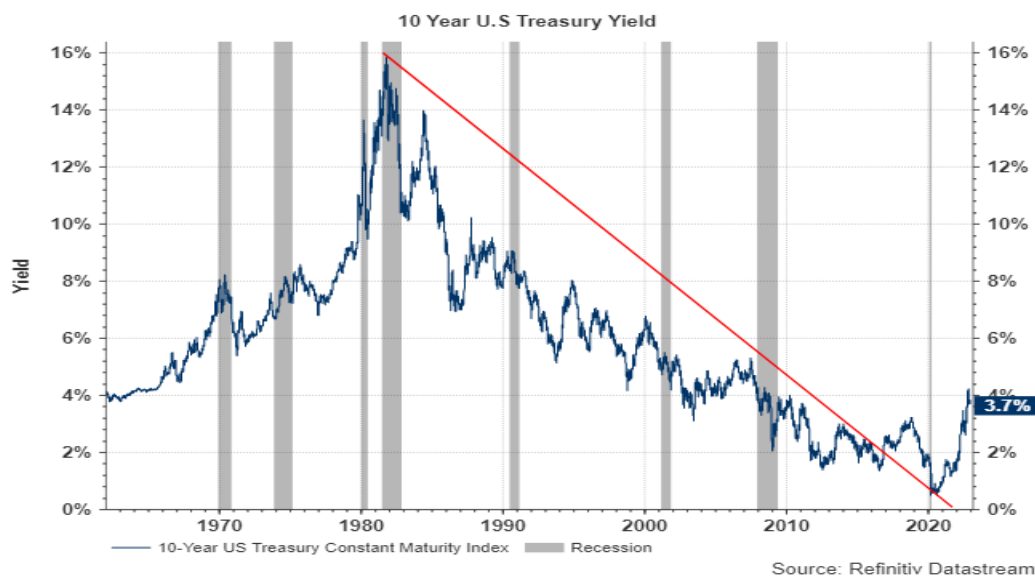
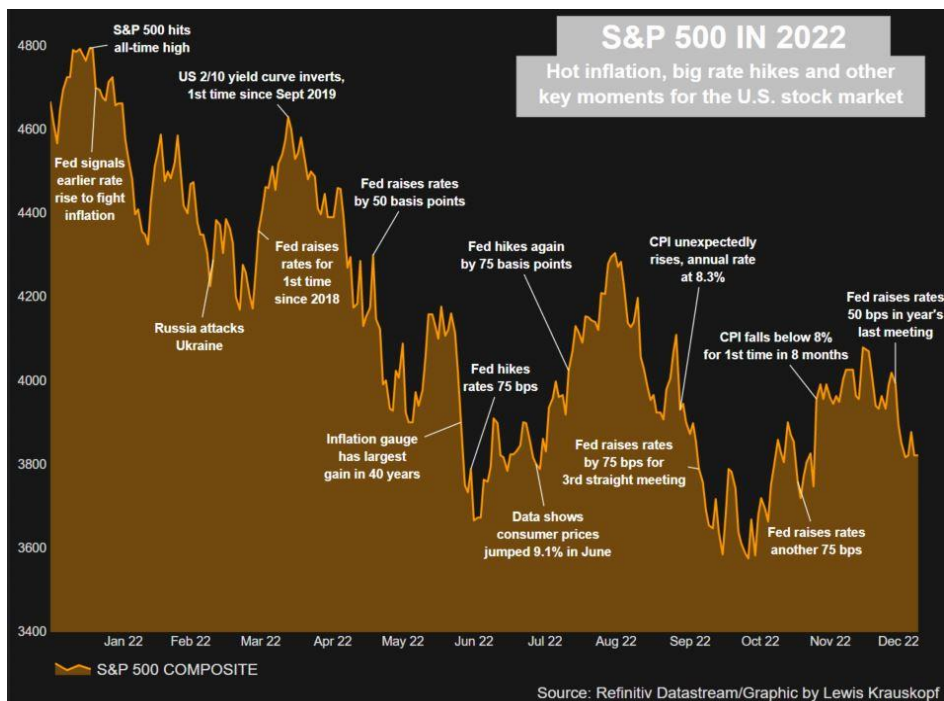
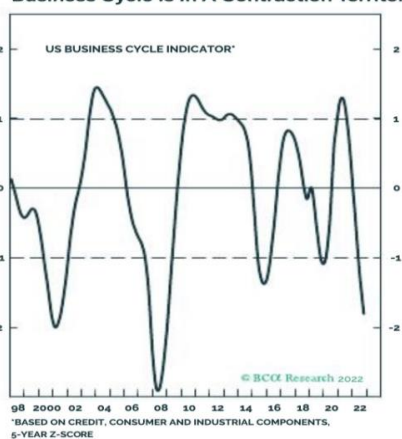


Δ2. ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ – ΜΑΚΡΟ ΣΤΟΙΧΕΙΑ

Financial Conditions Are Deteriorating Rapidly

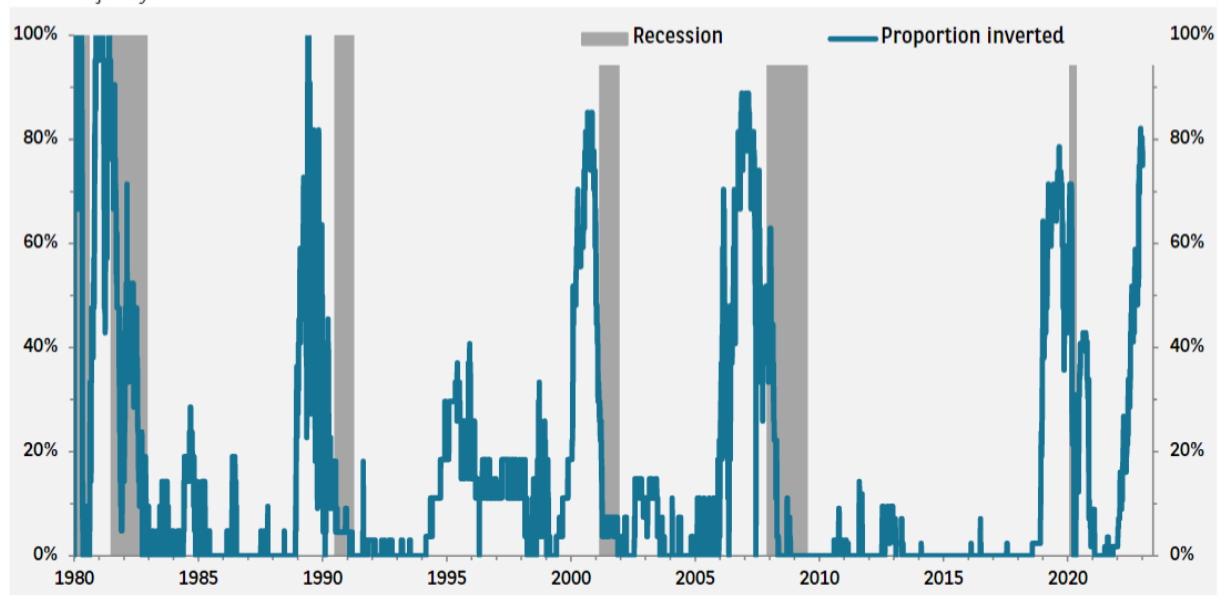


Business Cycle Is In A Contraction Territory



80% of US curve inverted across spot bonds & bond futures curve, pointing to recession

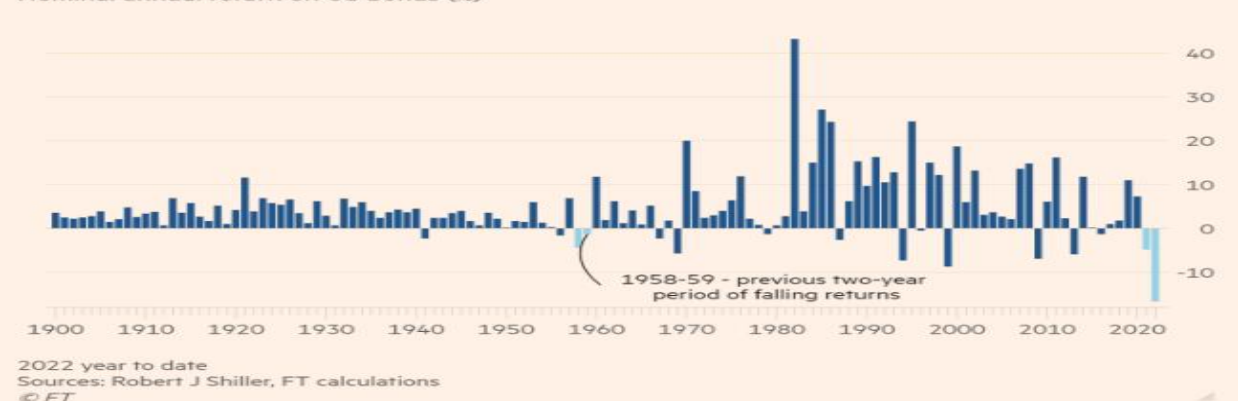
Percent of US yield curve inverted and recessions



Data as at 16 January 2023. Sources: Bloomberg, BNP Paribas Asset Management.

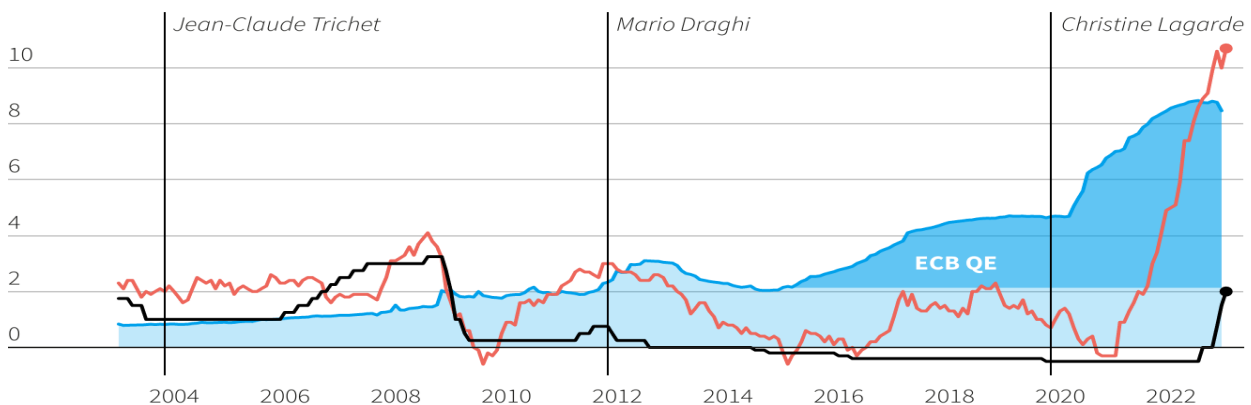
US bond returns are in their worst spell for over a century

Nominal annual return on US bonds (%)



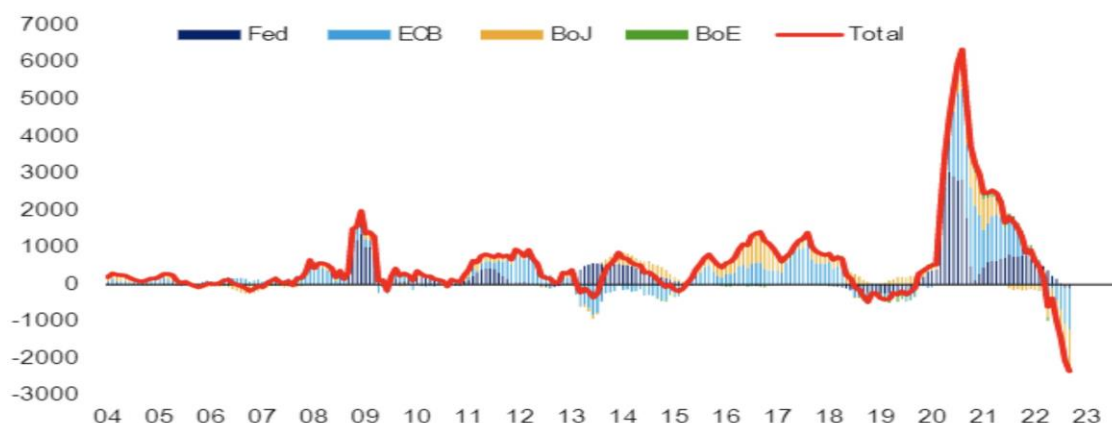
ECB hikes rates again

● Policy rate (%) ● Euro zone inflation (%) — ECB balance sheet (€ trln)



Source: Refinitiv Datastream | Reuters, Dec. 15, 2022 | Vincent Flasseur

Chart 3: G4 Central Banks' balance sheet -\$3.1tn in past 7 months
6m change in G4 central banks balance sheet (\$bn)



Source: BofA Global Investment Strategy, Bloomberg, Haver

BofA GLOBAL RESEARCH

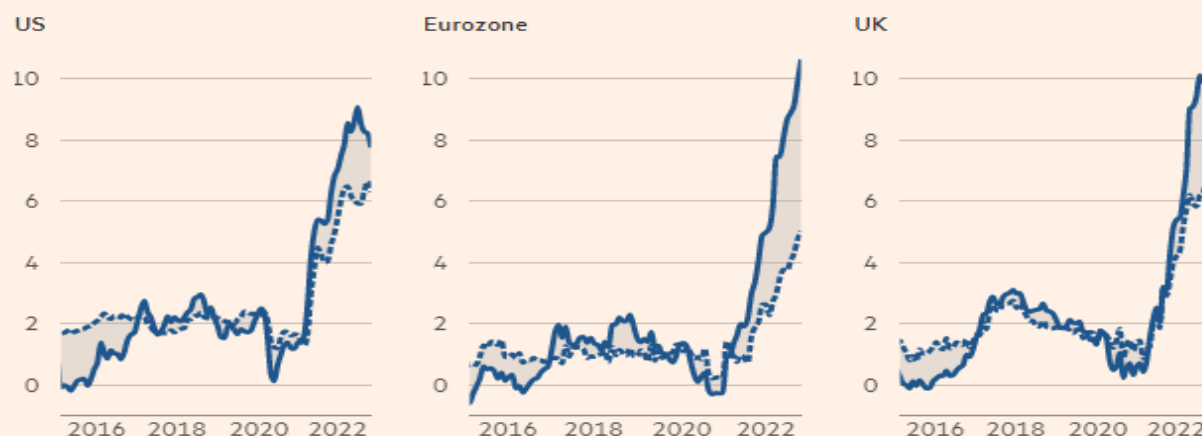
European Stocks Cheaper than US Peers US equities' valuations are still historically elevated



Source: Bloomberg

Bloomberg

Annual % change in CPI and 'core' CPI (excluding food and energy, dotted line)



FINANCIAL TIMES

Source: Refinitiv

Δ. 3 ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ 2022

Exhibit 1: Asset class and style returns

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q4 '22
Small cap 26.6%	Global Agg 5.6%	Global REITS 23.0%	Small cap 32.9%	Global REITS 22.9%	Growth 3.5%	Small cap 13.3%	MSCI EM 37.8%	Global Agg -1.2%	Growth 34.1%	Growth 34.2%	Global REITS 32.6%	Cmdty 16.1%	Value 14.9%
Global REITS 22.8%	Global REITS 2.3%	MSCI EM 18.6%	Value 27.5%	Growth 6.5%	Global REITS 0.6%	Value 13.2%	Growth 28.5%	Global REITS -4.9%	DM Equities 28.4%	MSCI EM 18.7%	Cmdty 27.1%	Value -5.8%	Small cap 10.9%
MSCI EM 19.2%	Value -4.9%	Small cap 18.1%	DM Equities 27.4%	DM Equities 5.5%	Small cap 0.1%	Cmdty 11.8%	Small cap 23.2%	Growth -6.4%	Small cap 26.8%	DM Equities 16.5%	Value 22.8%	Global Agg -16.2%	DM Equities 9.9%
Cmdty 16.8%	DM Equities -5.0%	Growth 16.6%	Growth 27.2%	Value 4.4%	DM Equities -0.3%	MSCI EM 11.6%	DM Equities 23.1%	DM Equities -8.2%	Global REITS 24.4%	Small cap 16.5%	DM Equities 22.3%	DM Equities -17.7%	MSCI EM 9.8%
Growth 14.9%	Growth -5.1%	DM Equities 16.5%	Global REITS 2.3%	Small cap 2.3%	Global Agg -3.2%	DM Equities 8.2%	Value 18.0%	Value -10.1%	Value 22.7%	Global Agg 9.2%	Growth 21.4%	Small cap -18.4%	Global REITS 6.9%
DM Equities 12.3%	Small cap -8.7%	Value 16.4%	MSCI EM -2.3%	Global Agg 0.6%	Value -4.1%	Global REITS 6.5%	Global REITS 8.0%	Cmdty -11.2%	MSCI EM 18.9%	Value -0.4%	Small cap 16.2%	MSCI EM -19.7%	Growth 4.8%
Value 9.8%	Cmdty -13.3%	Global Agg 4.3%	Global Agg -2.6%	MSCI EM -1.8%	MSCI EM -14.6%	Growth 3.2%	Global Agg 7.4%	Small cap -13.5%	Cmdty 7.7%	Cmdty -3.1%	MSCI EM -2.2%	Global REITS -23.7%	Global Agg 4.6%
Global Agg 5.5%	MSCI EM -18.2%	Cmdty -1.1%	Cmdty -9.5%	Cmdty -17.0%	Cmdty -24.7%	Global Agg 2.1%	Cmdty 1.7%	MSCI EM -14.2%	Global Agg 6.8%	Global REITS -10.4%	Global Agg -4.7%	Growth -29.1%	Cmdty 2.2%

Source: Bloomberg Barclays, FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. DM Equities: MSCI World; REITS: FTSE NAREIT Global Real Estate Investment Trusts; Cmdty: Bloomberg Commodity Index; Global Agg: Barclays Global Aggregate; Growth: MSCI World Growth; Value: MSCI World Value; Small cap: MSCI World Small Cap. All indices are total return in US dollars. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Data as of 30 December 2022.

2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q4 '22
MSCI Asia ex-Japan 19.9%	US S&P 500 2.1%	MSCI Asia ex-Japan 22.7%	Japan TOPIX 54.4%	US S&P 500 13.7%	Japan TOPIX 12.1%	UK FTSE All-Share 16.8%	MSCI Asia ex-Japan 42.1%	US S&P 500 -4.4%	US S&P 500 31.5%	MSCI Asia ex-Japan 25.4%	US S&P 500 28.7%	UK FTSE All-Share 0.3%	MSCI Asia ex-Japan 11.4%
MSCI EM 19.2%	UK FTSE All-Share -3.5%	Japan TOPIX 20.9%	US S&P 500 32.4%	Japan TOPIX 10.3%	MSCI Europe ex-UK 9.1%	US S&P 500 12.0%	MSCI EM 37.8%	UK FTSE All-Share -9.5%	MSCI Europe ex-UK 27.5%	MSCI EM 18.7%	MSCI Europe ex-UK 24.4%	Japan TOPIX -2.5%	MSCI Europe ex-UK 11.1%
US S&P 500 15.1%	MSCI Europe ex-UK -12.1%	MSCI Europe ex-UK 20.0%	MSCI Europe ex-UK 24.2%	MSCI Europe ex-UK 7.4%	US S&P 500 1.4%	MSCI EM 11.6%	Japan TOPIX 22.2%	MSCI Europe ex-UK -10.6%	UK FTSE All-Share 19.2%	US S&P 500 18.4%	UK FTSE All-Share 18.3%	MSCI Europe ex-UK -12.2%	MSCI EM 9.8%
UK FTSE All-Share 14.5%	Japan TOPIX -17.0%	MSCI EM 18.6%	UK FTSE All-Share 20.8%	MSCI Asia ex-Japan 5.1%	UK FTSE All-Share 1.0%	MSCI Asia ex-Japan 5.8%	US S&P 500 21.8%	MSCI Asia ex-Japan -14.1%	MSCI EM 18.9%	Japan TOPIX 7.4%	Japan TOPIX 12.7%	US S&P 500 -18.1%	UK FTSE All-Share 8.9%
MSCI Europe ex-UK 5.1%	MSCI Asia ex-Japan -17.1%	US S&P 500 16.0%	MSCI Asia ex-Japan 3.3%	UK FTSE All-Share 1.2%	MSCI Asia ex-Japan -8.9%	MSCI Europe ex-UK 3.2%	MSCI Europe ex-UK 14.5%	MSCI EM -14.2%	MSCI Asia ex-Japan 18.5%	MSCI Europe ex-UK 2.1%	MSCI EM -2.2%	MSCI Asia ex-Japan -19.4%	US S&P 500 7.6%
Japan TOPIX 1.0%	MSCI EM -18.2%	UK FTSE All-Share 12.3%	MSCI EM -2.3%	MSCI EM -1.8%	MSCI EM -14.6%	Japan TOPIX 0.3%	UK FTSE All-Share 13.1%	Japan TOPIX -16.0%	Japan TOPIX 18.1%	UK FTSE All-Share -9.8%	MSCI Asia ex-Japan -4.5%	MSCI EM -19.7%	Japan TOPIX 3.3%

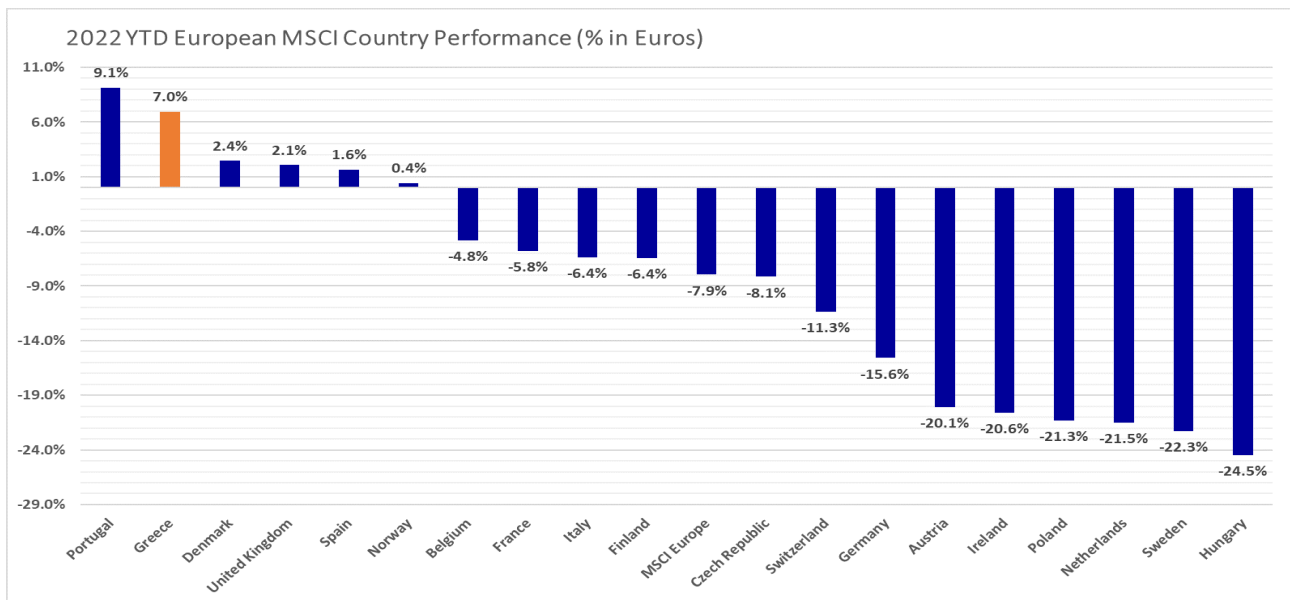
Source: FTSE, MSCI, Refinitiv Datastream, Standard & Poor's, TOPIX, J.P. Morgan Asset Management. All indices are total return in local currency, except for MSCI Asia ex-Japan and MSCI EM, which are in US dollars. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Data as of 30 December 2022.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q4 '22
Euro Gov. 13.1%	Euro Gov. 1.6%	US HY 17.5%	EM Debt 9.3%	Euro Gov. 1.0%	EM Debt 14.4%	Global IL 12.7%	US HY 5.3%	US HY -11.2%	EM Debt 7.4%
EM Debt 5.5%	EM Debt 1.2%	EM Debt 10.2%	Global IG 9.1%	US Treas. 0.9%	US HY 14.4%	Global IG 10.4%	Euro HY 3.4%	Euro HY -11.7%	Global IG 5.4%
Euro HY 5.5%	US Treas. 0.8%	Euro HY 10.1%	Global IL 8.7%	US HY -2.3%	Global IG 11.5%	US Treas. 8.0%	Global IL 2.7%	US Treas. -12.5%	Euro HY 4.7%
US Treas. 5.1%	Euro HY 0.5%	Global IG 4.3%	US HY 7.5%	Global IG -3.6%	Euro HY 10.7%	US HY 6.1%	EM Debt -1.5%	EM Debt -16.5%	Global IL 4.1%
Global IL 3.4%	Global IG -3.6%	Global IL 3.9%	Euro HY 6.1%	Euro HY -3.6%	Global IL 8.0%	EM Debt 5.9%	US Treas. -2.3%	Global IG -16.7%	US HY 4.0%
Global IG 3.1%	US HY -4.6%	Euro Gov. 3.2%	US Treas. 2.3%	Global IL -4.1%	US Treas. 6.9%	Euro Gov. 5.0%	Global IG -2.9%	Euro Gov. -18.5%	US Treas. 0.7%
US HY 2.5%	Global IL -5.0%	US Treas. 1.0%	Euro Gov. 0.2%	EM Debt -4.6%	Euro Gov. 6.8%	Euro HY 2.7%	Euro Gov. -3.5%	Global IL -22.9%	Euro Gov. -2.1%

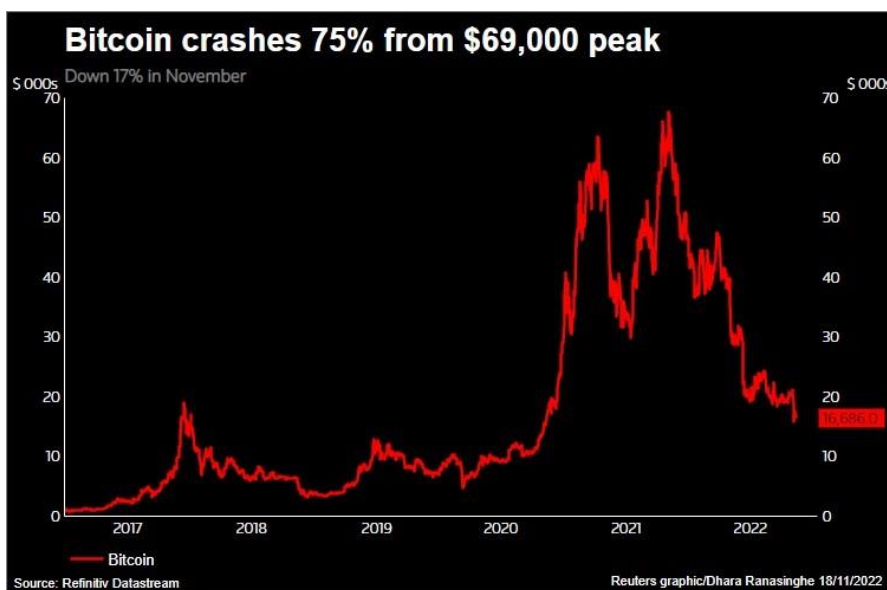
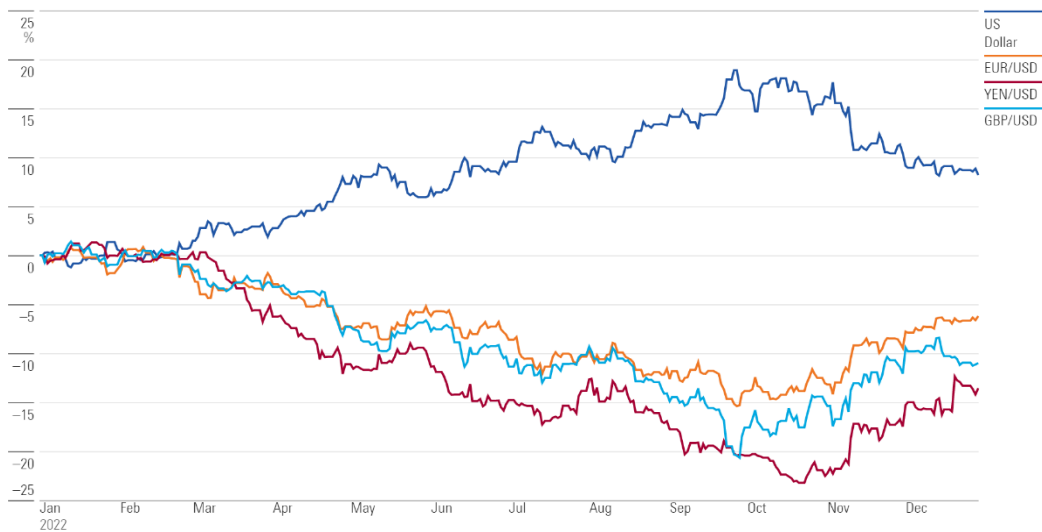
Source: Bloomberg Barclays, BofA/Merrill Lynch, J.P. Morgan Economic Research, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. Global IL: Barclays Global Inflation-Linked; Euro Gov.: Barclays Euro Aggregate Government; US Treas: Barclays US Aggregate Government - Treasury; Global IG: Barclays Global Aggregate - Corporates; US HY: BofA/Merrill Lynch US HY Constrained; Euro HY: BofA/Merrill Lynch Euro Non-Financial HY Constrained; EM Debt: J.P. Morgan EMBIG. All indices are total return in local currency, except for EM and global indices, which are in US dollars. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Data as of 30 December 2022.

2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Q4 '22
Spain 15.9%	Italy 4.8%	UK 10.7%	Global 7.5%	Spain 2.5%	Italy 10.6%	Global 9.7%	Japan -0.2%	Japan -5.4%	Global 4.7%
Italy 15.2%	Spain 1.7%	Spain 4.1%	US 2.3%	Germany 1.9%	Spain 8.3%	UK 8.9%	US -2.3%	US -12.5%	UK 1.7%
UK 14.6%	Japan 1.2%	Germany 3.4%	UK 2.0%	Japan 1.0%	UK 7.1%	US 8.0%	Germany -2.9%	Global -16.8%	US 0.7%
Germany 9.0%	US 0.8%	Japan 3.2%	Spain 1.1%	US 0.9%	US 6.9%	Italy 7.9%	Italy -3.0%	Italy -17.2%	Italy -0.7%
US 5.1%	UK 0.5%	Global 1.7%	Italy 0.8%	UK 0.5%	Global 5.6%	Spain 4.3%	Spain -3.0%	Germany -17.4%	Japan -1.9%
Japan 4.5%	Germany 0.4%	US 1.0%	Japan 0.2%	Global -0.7%	Germany 3.1%	Germany 3.0%	UK -5.3%	Spain -17.5%	Spain -2.0%
Global -1.0%	Global -3.7%	Italy 0.8%	Germany -1.0%	Italy -1.3%	Japan 1.7%	Japan -0.8%	Global -5.8%	UK -25.1%	Germany -2.4%

Source: Bloomberg Barclays, Refinitiv Datastream, J.P. Morgan Asset Management. All indices are Bloomberg Barclays benchmark government indices. All indices are total return in local currency, except for global, which is in US dollars. Past performance is not a reliable indicator of current and future results. Data as of 30 December 2022.



2022 Currency Performance



Δ.4 ΠΡΟΒΛΕΨΕΙΣ ΔΝΤ ΓΙΑ ΤΗΝ ΠΑΓΚΟΣΜΙΑ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023
Europe	5.9	2.1	0.6	4.9	15.3	10.9	3.0	1.6	1.7	...	...	...
Advanced Europe	5.5	3.1	0.5	2.6	8.4	6.2	3.3	1.3	1.4	6.9	6.1	6.4
Euro Area ^{4,5}	5.2	3.1	0.5	2.6	8.3	5.7	2.5	1.0	1.4	7.7	6.8	7.0
Germany	2.6	1.5	-0.3	3.2	8.5	7.2	7.4	4.2	5.3	3.6	2.9	3.4
France	6.8	2.5	0.7	2.1	5.8	4.6	0.4	-1.3	-1.5	7.9	7.5	7.6
Italy	6.7	3.2	-0.2	1.9	8.7	5.2	2.4	-0.2	0.3	9.5	8.8	9.4
Spain	5.1	4.3	1.2	3.1	8.8	4.9	0.9	-0.2	-0.2	14.8	12.7	12.3
The Netherlands	4.9	4.5	0.8	2.8	12.0	8.0	9.0	7.5	7.7	4.2	3.5	3.9
Belgium	6.2	2.4	0.4	3.2	9.5	4.9	-0.4	-2.2	-0.9	6.3	5.4	5.6
Ireland	13.6	9.0	4.0	2.4	8.4	6.5	14.2	12.2	9.8	6.3	4.7	4.8
Austria	4.6	4.7	1.0	2.8	7.7	5.1	-0.5	-2.6	-2.1	6.2	4.5	4.6
Portugal	4.9	6.2	0.7	0.9	7.9	4.7	-1.2	-1.1	-0.4	6.6	6.1	6.5
Greece	8.3	5.2	1.8	0.6	9.2	3.2	-6.5	-6.7	-6.3	15.0	12.6	12.2
Finland	3.0	2.1	0.5	2.1	6.5	3.5	0.9	-0.8	-0.2	7.6	7.0	7.4
Slovak Republic	3.0	1.8	1.5	2.8	11.9	10.1	-2.0	-3.7	-2.9	6.8	6.2	6.2
Lithuania	5.0	1.8	1.1	4.6	17.6	8.4	1.4	-1.6	-2.1	7.1	7.3	7.0
Slovenia	8.2	5.7	1.7	1.9	8.9	5.1	3.8	-0.1	0.4	4.8	4.3	4.3
Luxembourg	6.9	1.6	1.1	3.5	8.4	3.7	4.8	4.3	4.4	5.7	5.0	5.0
Latvia	4.5	2.5	1.6	3.2	16.5	8.0	-2.9	-3.3	-3.0	7.6	7.4	7.2
Estonia	8.0	1.0	1.8	4.5	21.0	9.5	-1.6	-0.2	0.1	6.2	6.6	6.8
Cyprus	5.6	3.5	2.5	2.2	8.0	3.8	-7.2	-8.5	-7.2	7.5	6.7	6.5
Malta	10.3	6.2	3.3	0.7	5.9	4.6	-4.9	-3.1	-2.2	3.5	3.2	3.3
United Kingdom ⁶	7.4	3.6	0.3	2.6	9.1	9.0	-2.6	-4.8	-4.5	4.5	3.8	4.8
Switzerland	4.2	2.2	0.8	0.6	3.1	2.4	9.4	6.2	6.4	3.0	2.2	2.4
Sweden	5.1	2.6	-0.1	2.7	7.2	8.4	5.4	3.8	3.5	8.8	7.6	7.4
Czech Republic	3.5	1.9	1.5	3.8	16.3	8.6	-0.9	-4.3	-2.2	2.8	2.5	2.3
Norway	3.9	3.6	2.6	3.5	4.7	3.8	15.0	19.4	14.5	4.4	3.9	3.8
Denmark	4.9	2.6	0.6	1.9	7.2	3.8	8.8	8.2	7.4	5.1	5.2	5.3
Iceland	4.4	5.1	2.9	4.5	8.4	6.7	-1.6	-2.0	-0.3	6.0	4.0	4.0
Andorra	8.9	6.6	2.0	1.7	5.3	2.8	15.9	16.7	17.3	2.9	2.0	1.8
San Marino	5.4	3.1	0.8	2.1	6.9	4.5	4.0	1.4	0.8	6.1	5.9	5.7
Emerging and Developing Europe⁷	6.8	0.0	0.6	9.5	27.8	19.4	1.7	2.9	2.8	...	...	...
Russia	4.7	-3.4	-2.3	6.7	13.8	5.0	6.9	12.2	11.1	4.8	4.0	4.3
Türkiye	11.4	5.0	3.0	19.6	73.1	51.2	-1.7	-5.7	-3.9	12.0	10.8	10.5
Poland	5.9	3.8	0.5	5.1	13.8	14.3	-0.7	-4.0	-3.3	3.4	2.8	3.2
Romania	5.9	4.8	3.1	5.0	13.3	11.0	-7.0	-8.4	-8.0	5.6	5.5	5.5
Ukraine ⁶	3.4	-35.0	...	9.4	20.6	...	-1.6	...	...	9.8	...	...
Hungary	7.1	5.7	1.8	5.1	13.9	13.3	-3.2	-6.7	-3.0	4.1	3.4	3.8
Belarus	2.3	-7.0	0.2	9.5	16.5	13.1	2.7	-1.5	-1.1	3.9	4.5	4.3
Bulgaria ⁵	4.2	3.9	3.0	2.8	12.4	5.2	-0.4	-0.9	-1.4	5.3	5.1	4.7
Serbia	7.4	3.5	2.7	4.1	11.5	8.3	-4.4	-8.4	-7.0	10.1	9.9	9.7
Croatia	10.2	5.9	3.5	2.6	9.8	5.5	3.4	2.2	2.0	8.1	6.9	6.6

Source: IMF staff estimates

Table A2. Advanced Economies: Real GDP and Total Domestic Demand¹*(Annual percent change)*

	Annual percent change										Projections			Q4 over Q4 ²		
	Average 2004–13	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	Projections			2021:Q4	Projections		
										2022	2023	2027		2022:Q4	2023:Q4	
Real GDP																
Advanced Economies	1.6	2.0	2.3	1.8	2.5	2.3	1.7	-4.4	5.2	2.4	1.1	1.7	4.7	0.9	1.3	
United States	1.8	2.3	2.7	1.7	2.3	2.9	2.3	-3.4	5.7	1.6	1.0	1.9	5.5	0.0	1.0	
Euro Area	0.9	1.4	2.0	1.9	2.6	1.8	1.6	-6.1	5.2	3.1	0.5	1.5	4.6	1.0	1.4	
Germany	1.3	2.2	1.5	2.2	2.7	1.0	1.1	-3.7	2.6	1.5	-0.3	1.3	1.2	0.6	0.5	
France	1.2	1.0	1.1	1.0	2.4	1.8	1.9	-7.9	6.8	2.5	0.7	1.4	5.0	0.4	0.9	
Italy	-0.3	0.0	0.8	1.3	1.7	0.9	0.5	-9.0	6.7	3.2	-0.2	0.7	6.6	0.6	0.5	
Spain	0.6	1.4	3.8	3.0	3.0	2.3	2.1	-10.8	5.1	4.3	1.2	1.7	5.5	1.3	2.0	
The Netherlands	1.1	1.4	2.0	2.2	2.9	2.4	2.0	-3.9	4.9	4.5	0.8	1.5	6.2	2.6	1.2	
Belgium	1.6	1.6	2.0	1.3	1.6	1.8	2.1	-5.7	6.2	2.4	0.4	1.2	5.7	0.5	1.2	
Ireland	1.6	8.6	24.4	2.0	9.0	8.5	5.4	6.2	13.6	9.0	4.0	3.0	13.9	8.3	6.6	
Austria	1.5	0.7	1.0	2.0	2.3	2.5	1.5	-6.7	4.6	4.7	1.0	1.7	6.4	1.9	3.7	
Portugal	-0.1	0.8	1.8	2.0	3.5	2.8	2.7	-8.4	4.9	6.2	0.7	1.9	5.9	2.3	1.8	
Greece	-1.7	0.5	-0.2	-0.5	1.1	1.7	1.8	-9.0	8.3	5.2	1.8	1.4	8.3	0.7	7.5	
Finland	1.2	-0.4	0.5	2.8	3.2	1.1	1.2	-2.2	3.0	2.1	0.5	1.4	3.1	0.4	1.5	
Slovak Republic	4.1	2.7	5.2	1.9	3.0	3.8	2.6	-4.4	3.0	1.8	1.5	2.8	1.2	1.1	2.4	
Lithuania	3.3	3.5	2.0	2.5	4.3	4.0	4.6	-0.1	5.0	1.8	1.1	2.3	5.4	-0.7	3.4	
Slovenia	1.5	2.8	2.2	3.2	4.8	4.5	3.5	-4.3	8.2	5.7	1.7	3.0	10.4	-0.4	3.7	
Luxembourg	2.6	2.6	2.3	5.0	1.3	2.0	3.3	-1.8	6.9	1.6	1.1	2.5	4.9	-0.3	2.8	
Latvia	2.7	1.9	3.9	2.4	3.3	4.0	2.5	-3.8	4.5	2.5	1.6	3.4	2.8	2.9	1.0	
Estonia	2.6	3.0	1.9	3.2	5.8	3.8	3.7	-0.6	8.0	1.0	1.8	3.3	7.2	-0.1	1.8	
Cyprus	1.3	-1.8	3.4	6.5	5.9	5.7	5.3	-5.0	5.6	3.5	2.5	2.9	6.2	-0.9	9.8	
Malta	2.9	7.6	9.6	3.4	10.9	6.2	5.9	-8.3	10.3	6.2	3.3	3.4	11.6	2.4	5.6	
Japan	0.7	0.3	1.6	0.8	1.7	0.6	-0.4	-4.6	1.7	1.7	1.6	0.4	0.5	2.1	0.9	
United Kingdom	1.2	3.0	2.6	2.3	2.1	1.7	1.7	-9.3	7.4	3.6	0.3	1.5	6.6	1.0	0.2	
Korea	4.0	3.2	2.8	2.9	3.2	2.9	2.2	-0.7	4.1	2.6	2.0	2.3	4.2	1.7	2.6	
Canada	1.9	2.9	0.7	1.0	3.0	2.8	1.9	-5.2	4.5	3.3	1.5	1.7	3.2	2.2	1.3	
Taiwan Province of China	4.2	4.7	1.5	2.2	3.3	2.8	3.1	3.4	6.6	3.3	2.8	2.0	4.9	2.5	2.2	
Australia	3.0	2.6	2.3	2.7	2.4	2.8	2.0	-2.1	4.9	3.8	1.9	2.3	4.5	2.3	1.9	
Switzerland	2.2	2.3	1.6	2.1	1.4	2.9	1.2	-2.5	4.2	2.2	0.8	1.2	3.9	0.4	1.5	
Sweden	2.0	2.7	4.5	2.1	2.6	2.0	2.0	-2.2	5.1	2.6	-0.1	2.0	5.7	0.1	1.3	
Singapore	6.7	3.9	3.0	3.6	4.7	3.7	1.1	-4.1	7.6	3.0	2.3	2.5	6.1	1.0	3.3	
Hong Kong SAR	4.5	2.8	2.4	2.2	3.8	2.8	-1.7	-6.5	6.3	-0.8	3.9	2.8	4.7	2.1	1.5	
Czech Republic	2.5	2.3	5.4	2.5	5.2	3.2	3.0	-5.5	3.5	1.9	1.5	2.5	3.5	-1.3	5.0	
Israel	4.3	3.9	2.5	4.5	4.3	4.1	4.2	-1.9	8.6	6.1	3.0	3.5	10.4	1.6	3.4	
Norway	1.6	2.0	2.0	1.1	2.3	1.1	0.7	-0.7	3.9	3.6	2.6	1.3	4.7	3.0	1.5	
Denmark	0.9	1.6	2.3	3.2	2.8	2.0	1.5	-2.0	4.9	2.6	0.6	1.8	6.7	-0.4	1.0	
New Zealand	2.1	3.8	3.7	4.0	3.5	3.4	2.9	-2.1	5.6	2.3	1.9	2.4	3.0	2.6	1.5	
Puerto Rico	-0.7	-1.2	-1.0	-1.3	-2.9	-4.2	1.5	-3.9	2.7	4.8	0.4	0.0	...	...	...	
Macao SAR	13.1	-2.0	-21.5	-0.7	10.0	6.5	-2.5	-54.0	18.0	-22.4	56.7	3.3	...	...	...	
Iceland	2.7	1.7	4.4	6.3	4.2	4.9	2.4	-6.8	4.4	5.1	2.9	2.2	4.9	2.1	3.0	
Andorra	-0.3	2.5	1.4	3.7	0.3	1.6	2.0	-11.2	8.9	6.6	2.0	1.5	...	...	...	
San Marino	-1.7	-0.6	2.7	2.3	0.3	1.5	2.1	-6.7	5.4	3.1	0.8	1.3	...	...	...	
Memorandum																
Major Advanced Economies	1.3	1.8	2.1	1.5	2.2	2.1	1.6	-4.8	5.1	2.0	0.8	1.5	4.4	0.6	0.9	
Real Total Domestic Demand																
Advanced Economies	1.4	2.0	2.6	2.0	2.5	2.3	2.0	-4.3	5.3	2.9	1.0	1.7	5.1	0.7	1.7	
United States	1.5	2.5	3.4	1.8	2.4	3.1	2.4	-3.0	6.9	2.3	0.6	1.8	6.2	0.3	0.7	
Euro Area	0.5	1.3	2.3	2.4	2.3	1.8	2.4	-5.8	4.1	3.2	0.7	1.5	4.9	0.3	1.9	
Germany	0.9	1.7	1.4	3.1	2.6	1.6	1.7	-3.0	1.9	3.2	0.0	1.4	2.4	1.6	1.2	
France	1.3	1.5	1.4	1.4	2.5	1.4	2.1	-6.7	6.6	2.6	0.7	1.4	5.6	0.3	0.9	
Italy	-0.7	0.1	1.2	1.8	1.8	1.3	-0.2	-8.5	6.8	3.6	-0.1	0.9	7.9	-0.9	1.5	
Spain	0.1	1.9	4.1	2.1	3.3	3.0	1.6	-8.9	4.7	3.0	1.5	1.6	3.8	1.7	2.1	
Japan	0.6	0.3	1.1	0.3	1.1	0.6	0.1	-3.8	0.6	1.9	1.3	0.4	0.5	1.9	1.1	
United Kingdom	1.2	3.5	3.2	3.1	1.9	1.2	1.6	-10.1	8.5	4.6	0.3	1.5	4.8	-0.6	3.8	
Canada	2.9	1.7	-0.2	0.4	4.1	2.5	1.2	-6.4	6.1	5.5	1.8	1.4	4.7	4.9	0.5	
Other Advanced Economies ³	3.0	2.8	2.6	2.9	3.6	2.7	1.5	-2.5	5.2	3.2	2.3	2.4	5.6	1.1	3.3	

Γνωστοποιήσεις για την εταιρία

Η Κύκλος Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ. και οι εργαζόμενοι της ενδέχεται να προβαίνουν σε κάθε είδους νόμιμες συναλλαγές επί μετοχών των αναφερομένων εταιριών για ίδιο λογαριασμό ή για λογαριασμό τρίτων ή και να παρέχουν τις υπηρεσίες τους στους εκδότες των μετοχών αυτών. Συνεπώς, οι επενδυτές θα πρέπει να λαμβάνουν υπόψη τους ότι είναι πιθανόν να υπάρχει σύγκρουση συμφερόντων η οποία θα μπορούσε να επηρεάσει την αντικειμενικότητα της ανάλυσης. Η Κύκλος Χρηματιστηριακή Α.Ε.Π.Ε.Υ. δεν αναλαμβάνει ευθύνη για επενδυτικές αποφάσεις βασισμένες στα κείμενα ή τις αξιολογήσεις του παρόντος.

Σημαντικές Γνωστοποιήσεις

Το περιεχόμενο των παραπάνω αναλύσεων, απόψεων, εκτιμήσεων, κρίσεων δεν έχει αποσταλεί στις αναφερόμενες εταιρίες και εκφράζει την άποψη του αναλυτή κατά την ημερομηνία σύνταξης της ανάλυσης / πρωινής ενημέρωσης / εβδομαδιαίας στρατηγικής και υπόκεινται σε αλλαγές χωρίς προηγούμενη προειδοποίηση. Η ανανέωση των αναλύσεων των επιμέρους αναφερόμενων εταιριών γίνεται σε μη προκαθορισμένες ημερομηνίες αναλόγως με τις εταιρικές ανακοινώσεις και τις εξελίξεις που αφορούν τον κλάδο ή την αγορά και που ενδέχεται να έχουν σημαντική επίδραση στις απόψεις ή συστάσεις που αναφέρονται στο παρόν σημείωμα. Η ανάλυση / πρωινή ενημέρωση / εβδομαδιαία στρατηγική εκπονήθηκε από το τμήμα ανάλυσης με απόλυτη εχεμύθεια και εμπιστευτικότητα χωρίς τη συμμετοχή στελεχών εκτός του τμήματος αυτού και δημοσιοποιήθηκε μετά την ολοκλήρωσή της ταυτοχρόνως στο κοινό και τα στελέχη της εταιρίας.

Δήλωση Αποποίησης

Το παρόν δεν συνιστά ούτε υποκαθιστά εξατομικευμένες προτάσεις σε υπάρχοντες ή πιθανούς επενδυτές για την αγορά, πώληση ή/και διακράτηση αξιών και δεν μπορεί να θεωρηθεί ως παροχή «επενδυτικής συμβουλής» σύμφωνα με τις σχετικές αποφάσεις της Ε.Κ. Το παρόν δεν συνιστά πρόταση επενδυτικής στρατηγικής απευθυνόμενη στο κοινό αναφορικά με ένα ή περισσότερα αξιόγραφα συγκεκριμένων εκδοτών, σύμφωνα με τον ορισμό του άρθρου 14 του Ν3340/2005. Δεν επιτρέπεται να αναπαραχθεί, αποθηκευτεί σε σύστημα από το οποίο μπορεί να ανακτηθεί, ή να διαβιβαστεί περαιτέρω, σε οποιαδήποτε μορφή ή με οποιοδήποτε μέσο, ηλεκτρονικό, μηχανικό, φωτοτυπικό, μαγνητοφωνικό ή άλλο, εν όλω ή εν μέρει, σε κανένα πρόσωπο, για οποιοδήποτε λόγο ή/και σκοπό χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια της ΚΥΚΛΟΣ ΑΧΕΠΕΥ.