

## Οικονομικά - Εταιρικά Νέα



### **Μεγάλη πρόοδος στο κόστος κινδύνου των ελληνικών τραπεζών – Ξεχωρίζει η Πειραιώς (DBRS)**

Οι ελληνικές τράπεζες συγκαταλέγονται ανάμεσα σε αυτές με τις καλύτερες επιδόσεις στη διαχείριση του κόστους κινδύνου (COR), όπως αναφέρει η Morningstar DBRS. Ο οίκος εκτιμά ότι ο δείκτης θα παραμείνει σταθερός, υποστηριζόμενος από περαιτέρω μειώσεις των επιτοκίων της νομισματικής πολιτικής και τη σταδιακή ανάκαμψη της οικονομίας.

Ιστορική βελτίωση στο COR των ευρωπαϊκών τραπεζών

Το 2024, οι ευρωπαϊκές τράπεζες κατάφεραν να βελτιώσουν το COR, φθάνοντας σε επίπεδα που θεωρούνται ιστορικά χαμηλά. Οι περισσότερες έχουν ήδη επιτύχει τους στόχους τους σε αυτόν τον δείκτη, περιορίζοντας τα περιθώρια περαιτέρω βελτίωσης. Παράλληλα, μειώσεις επιτοκίων από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, την Τράπεζα της Αγγλίας και τη Sveriges Riksbank συνέβαλαν στη διατήρηση της σταθερότητας, ενώ η ποιότητα του ενεργητικού παρέμεινε ανθεκτική.

Η Morningstar DBRS σημειώνει ότι ακόμα και στις περιόδους αυξημένων επιτοκίων, δεν υπήρξε σοβαρή επιδείνωση στην ποιότητα του ενεργητικού, γεγονός που αποδίδεται στην ισχυρή χρηματοοικονομική θέση των δανειοληπτών. Αυτή η ανθεκτικότητα αναμένεται να διατηρήσει τα επίπεδα COR χαμηλά στις ευρωπαϊκές τράπεζες και το 2025.

Απόδοση ελληνικών τραπεζών

Οι ελληνικές τράπεζες πέτυχαν αξιοσημείωτες μειώσεις στο COR, με τα επίπεδα να πέφτουν σε 85 μονάδες βάσης το εννεάμηνο του 2024, από 92 μονάδες βάσης το πρώτο εξάμηνο του ίδιου έτους. Η Τράπεζα Πειραιώς σημείωσε τη μεγαλύτερη πτώση, ενώ η Alpha Bank εμφάνισε αύξηση, λόγω των συνεπειών από την πώληση μη εξυπηρετούμενων δανείων (NPE). Συνολικά, οι ελληνικές τράπεζες συγκαταλέγονται στις πιο αποδοτικές στην Ευρώπη όσον αφορά τη μείωση του κόστους κινδύνου.

Συγκριτική εικόνα άλλων χωρών

Στην Πορτογαλία και την Ιρλανδία, όλες οι τράπεζες σημείωσαν βελτίωση. Στην Πορτογαλία, η Caixa Geral de Depósitos (CGD) σημείωσε σημαντικές απελευθερώσεις προβλέψεων, ενώ η Banco Montepio κατέγραψε την καλύτερη βελτίωση, μειώνοντας το COR σε 10 μονάδες βάσης.

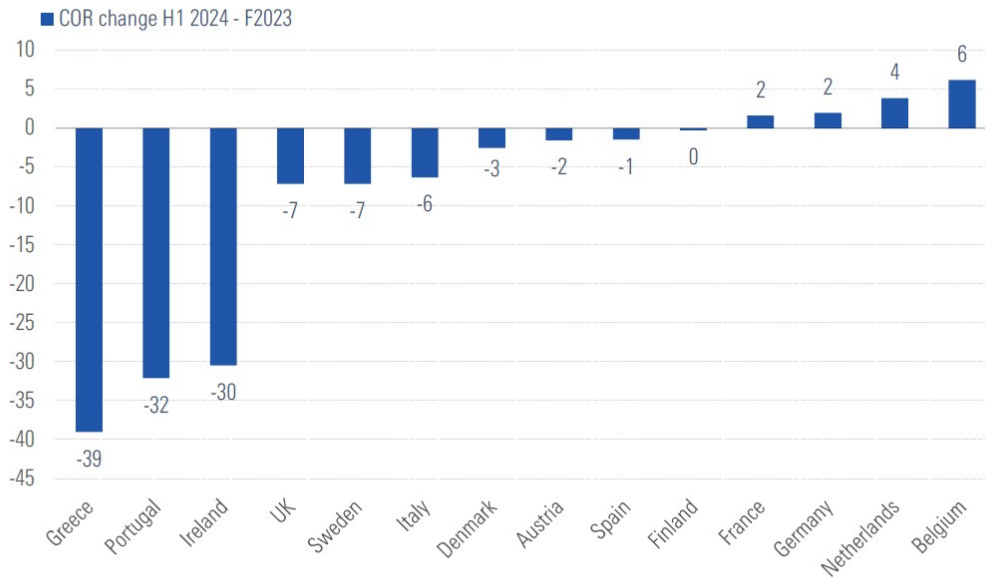
Οι ιταλικές τράπεζες διατήρησαν την ανοδική τους πορεία, με το μέσο COR να μειώνεται σε 34 μονάδες βάσης το πρώτο εξάμηνο του 2024, από 41 το 2023 και 51 το 2022. Στον αντίποδα, οι γερμανικές τράπεζες, οι οποίες παραδοσιακά αντιμετωπίζουν προκλήσεις στον τομέα αυτόν, παρουσίασαν μικρή αύξηση στο COR κατά το ίδιο διάστημα, κυρίως λόγω προβλέψεων για εμπορικά ακίνητα.

Συνέχεια...

## Γενικά συμπεράσματα

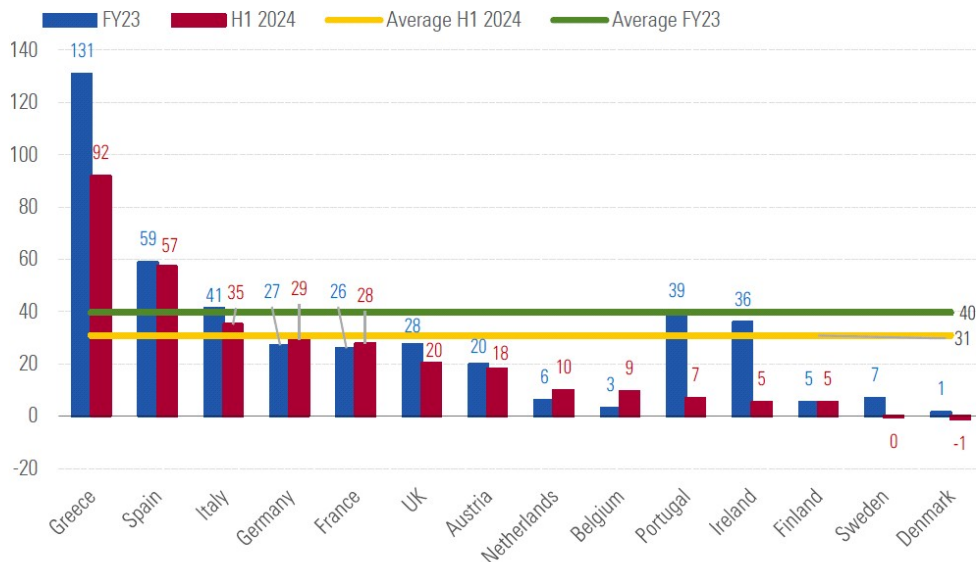
Οι ελληνικές τράπεζες, μαζί με αυτές της Πορτογαλίας και της Ιρλανδίας, εμφανίζονται πρωταθλήτριες στη μείωση του κόστους κινδύνου, καταγράφοντας τις μεγαλύτερες βελτιώσεις σε σύγκριση με το 2023. Αντίθετα, οι γερμανικές τράπεζες εξακολουθούν να δέχονται πιέσεις, ενώ οι ιταλικές συνεχίζουν να βελτιώνουν τη θέση τους. Οι συνθήκες σταθερότητας που δημιουργεί η μείωση των επιτοκίων και η οικονομική ανάκαμψη θεωρείται ότι θα συμβάλουν στη διατήρηση αυτών των θετικών τάσεων.

Exhibit 2 COR change by Country in bps (F2023–H1 2024 Annualised)



Source: Morningstar DBRS, Company Documents. H1 2024 COR based on annualised data.

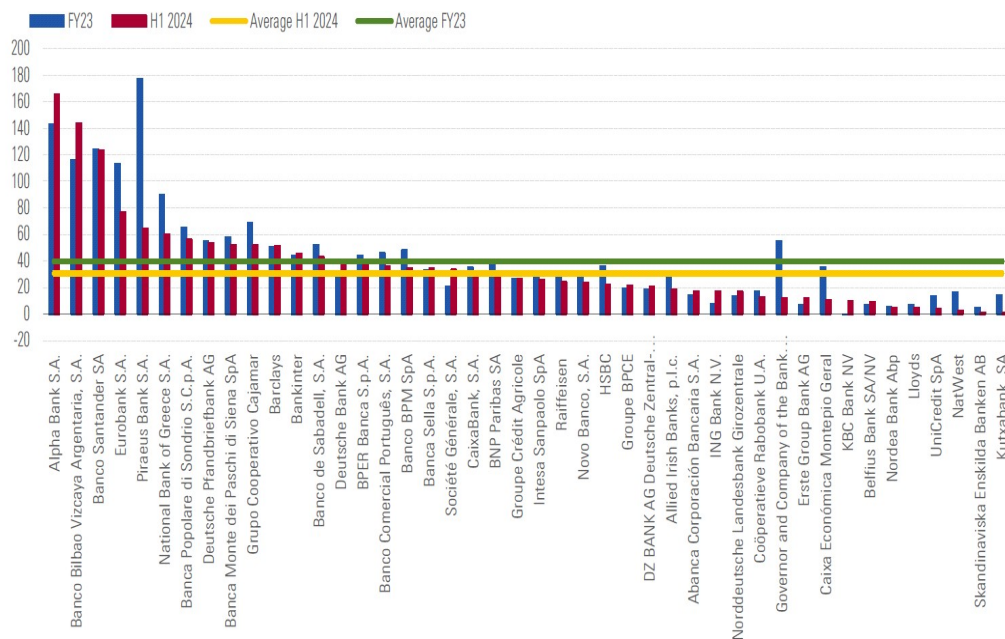
Exhibit 1 COR by Country in bps (F2023–H1 2024 Annualised)



Source: Morningstar DBRS, Company Documents. H1 2024 COR based on annualised data.

Συνέχεια...

Exhibit 3 Average COR by Bank in bps (F2023 & H1 2024 Annualised)



Sources: Morningstar DBRS, Morningstar Inc. Average refers to simple average and consolidated businesses including international subsidiaries.



## Οι πέντε λόγοι που κάνουν το 2025 να είναι άλλη μια εξαιρετική χρονιά επενδύσεων

Μπορεί ο στόχος των αναλυτών αγορών να είναι ο εντοπισμός των εστιών αβεβαιότητας και το τι μπορεί να πάει στραβά, αλλά τα τελευταία δύο χρόνια απέδειξαν επίσης πώς τα μακροοικονομικά νέα μπορούν να εκπλήξουν θετικά, παραδέχεται η ομάδα ανάλυσης της Deutsche Bank, η οποία εκτιμά ότι το 2025 μπορεί να είναι άλλη μία εξαιρετική χρονιά επενδύσεων.

Εξάλλου, τα περισσότερα χρόνια είναι συνήθως αρκετά καλά για τις αγορές. Στην πραγματικότητα από το 2008, ο S&P 500 σημείωσε αρνητική συνολική απόδοση μόνο σε δύο από τα 16 χρόνια. Επίσης, μπορεί ο STOXX 600 και ο Nikkei να μην έχουν τόσο εντυπωσιακό ρεκόρ, αλλά έχουν μόνο τέσσερα αρνητικά έτη το ίδιο διάστημα.

Στατιστικά μιλώντας, το 2025 μπορεί να είναι θετικό, καθώς πολλοί από τους πιο προφανείς κινδύνους έχουν ήδη τιμολογηθεί. Την ίδια ώρα, δεν υπάρχει κανένα σημάδι οικονομικής ύφεσης και οι συνθήκες είναι πολύ ευνοϊκές.

Συνέχεια....

Ακόμα κι αν έχουμε μια κάμψη στην οικονομία, οι κεντρικές τράπεζες έχουν πλέον πολλά περιθώρια να μειώσουν τα επιτόκια. Και ενώ υπάρχουν πολλοί γεωπολιτικοί κίνδυνοι αυτή την στιγμή, αυτός δεν ήταν ένας παράγοντας στον οποίο οι αγορές παραδοσιακά αντιδρούσαν πολύ, εξηγεί η Deutsche Bank.

Οι πέντε λόγοι αισιοδοξίας

1. Οι αρχικές αποτιμήσεις μπορεί να είναι υψηλές και να προκαλούν συγκρίσεις με τη φούσκα dot com, αλλά η φούσκα dot com έσκασε παράλληλα με μια οικονομική ύφεση, για την οποία δεν υπάρχει κανένα σημάδι σήμερα.

Βέβαια, η Deutsche Bank παραδέχεται ότι η άνοδος των μετοχών τα τελευταία δύο χρόνια οδήγησε σε πολλές συγκρίσεις με τη φούσκα dot com, κυρίως επειδή ήταν ένα σχετικά περιορισμένο ράλι που οδηγήθηκε από τις μεγάλες εταιρείες τεχνολογίας.

Ωστόσο, η περίοδος της φούσκας dot com έδειξε επίσης ότι η πορεία των αποτιμήσεων στα τρέχοντα επίπεδα δεν αποτελεί αναγκαστικά εμπόδιο για περαιτέρω κέρδη. Εξάλλου, όταν η αναλογία CAPE είχε φτάσει στα σημερινά της επίπεδα σήμερα στις αρχές του 1998, το ράλι συνεχίστηκε για σχεδόν δύο ακόμη χρόνια.

Επιπλέον, δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι η κορύφωση της φούσκας dot com τον Μάρτιο του 2000 ήρθε καθώς η ευρύτερη οικονομία των ΗΠΑ άρχιζε επίσης να παρουσιάζει πολύ πιο αργή ανάπτυξη, που τελικά κατέληξε σε ύφεση το 2001.

Αντίθετα σήμερα, δεν υπάρχει συγκρίσιμο σημάδι οικονομικής ύφεσης και οι συναινετικές προσδοκίες για την ανάπτυξη για το 2025 αναθεωρήθηκαν σταθερά υψηλότερα κατά το τέταρτο τρίμηνο του 2024.

Figure 1: The S&P's CAPE ratio is elevated by historic standards, but in the dot com bubble the rally went on for almost two more years after it had hit current levels, and only stopped with an economic downturn

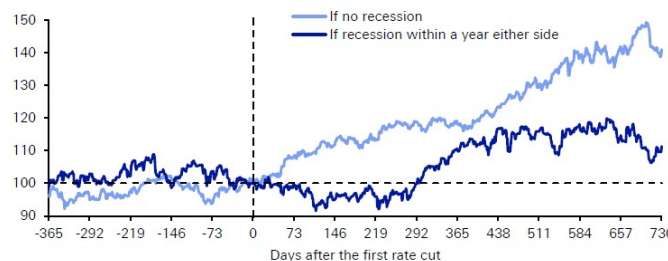


Source: Haver Analytics, Deutsche Bank

2. Το τρέχον πλαίσιο των μειώσεων επιτοκίων που πραγματοποιούνται σε μια ήπια προσγείωση (και όχι σε ύφεση) ήταν απίστευτα ευνοϊκό για τα περιουσιακά στοιχεία κινδύνου ιστορικά.

Επειδή οι μειώσεις επιτοκίων συμβαίνουν συχνά ως απάντηση σε μια οικονομική ύφεση, συχνά συμπίπτουν με κακά αποτελέσματα στις αγορές. Αλλά η πραγματικότητα είναι ότι εξαρτάται από το πλαίσιο, και όταν οι μειώσεις επιτοκίων πραγματοποιηθούν σε μια ήπια προσγείωση, όπως συνέβη στα μέσα της δεκαετίας του 1990, αυτό μπορεί να είναι μια πραγματικά ισχυρή υποστήριξη για τα περιουσιακά στοιχεία κινδύνου και την ευρύτερη οικονομία.

Figure 2: The S&P 500's performance during Fed rate cut cycles since 1957



Source: Bloomberg Finance LP, Haver Analytics, Federal Reserve, Deutsche Bank

Συνέχεια....

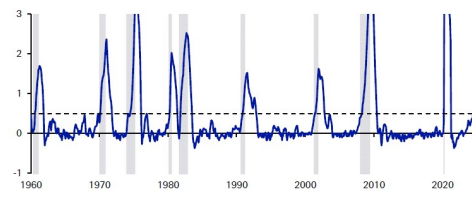
3. Τους τελευταίους μήνες, πολλοί κορυφαίοι δείκτες που ιστορικά σηματοδοτούσαν μια ύφεση των ΗΠΑ έχουν αλλάξει ρότα.

Πρώτον, η καμπύλη απόδοσης 2ετών / 10ετών ομολόγων, η οποία έχει αντιστραφεί πριν από τις 10 τελευταίες υφέσεις των ΗΠΑ, βρίσκεται και πάλι εκτός περιοχής αντιστροφής.

Δεύτερον, το βραχυπρόθεσμο μελλοντικό spread της Fed (η απόδοση 18 μηνών μείον την απόδοση 3 μηνών spot) δεν αντιστράφηκε μετά την πρόσφατη συνεδρίαση της Fed τον Δεκέμβριο, όπου σηματοδότησε μια πιο ήπια στάση.

Τρίτον, ο κανόνας Sahm (ο οποίος σηματοδοτεί ύφεση όταν ο μέσος όρος των 3 εκατομμυρίων του ποσοστού ανεργίας αυξάνεται κατά μισή μονάδα εντός ενός έτους) επίσης δεν σηματοδοτεί πλέον ύφεση.

Figure 3: The Sahm Rule indicator has now dipped beneath the 0.5 mark that has historically signalled a US recession (shaded)



Source: Haver Analytics, Deutsche Bank

4. Αν και μπορεί να μην είναι το βασικό σενάριο, υπάρχει ένα περαιτέρω ανοδικό σενάριο για τις αγορές εάν ο πληθωρισμός αρχίσει να εκπλήσσει ξανά προς τα κάτω.

Τους τελευταίους 18 μήνες, υπήρξαν δύο περίοδοι ραγδαίων κερδών για περιουσιακά στοιχεία κινδύνου, καθώς ο πληθωρισμός αποκλιμακώθηκε ήπια. Το ένα ήταν στα τέλη του 2023, καθώς επέτρεψε στη Fed να στραφεί σε μια πολύ πιο εύστοχη κατεύθυνση και οδήγησε σε ένα εκπληκτικό ράλι crossasset. Το άλλο ήταν στα μέσα του 2024, καθώς οι αγορές σημείωσαν ισχυρή άνοδο το καλοκαίρι όταν ο πληθωρισμός επιβραδύνθηκε και πάλι.

Σήμερα, ένας από τους κύριους λόγους για τη στασιμότητα τους τελευταίους δύο μήνες ήταν η στροφή της Fed. Έτσι, αν οι προβλέψεις τους για τον πληθωρισμό έπεφταν, θα υπήρχε περιθώριο για άλλο ένα ευρύ ράλι. Εξάλλου, οι τελευταίοι μήνες απέδειξαν ότι εξακολουθεί να υπάρχει θετική συσχέτιση μεταξύ των αμερικανικών ομολόγων και του S&P 500, επειδή ο φόβος είναι ότι ο πιο επίμονος πληθωρισμός (ο οποίος εξακολουθεί να παραμένει πάνω από τον στόχο) θα μπορούσε να αλλάξει το χρονοδιάγραμμα των μειώσεων των επιτοκίων.

Επομένως, είναι απολύτως εύλογο ότι οι καθοδικές εκπλήξεις του πληθωρισμού θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε νέο ράλι σε ομόλογα και μετοχές.

5. Πολλοί βασικοί αρνητικοί κίνδυνοι έχουν ήδη τιμολογηθεί.

Αν σκεφτούμε τους πιο προφανείς καθοδικούς κινδύνους για το 2025, σύντομα γίνεται φανερό ότι αρκετοί έχουν ήδη ληφθεί υπόψη στους υπολογισμούς της αγοράς, κατά την Deutsche Bank. Για παράδειγμα, οι οικονομολόγοι ήδη αναμένουν ότι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ θα παραμείνει πάνω από τον στόχο, ακόμα κι αν η συναίνεση δεν αναμένει νέα άνοδο.

Επίσης, οι νέοι δασμοί αναμένεται ευρέως να είναι ένα χαρακτηριστικό του νέου έτους, ενώ επί του παρόντος, τα συμβόλαια μελλοντικής εκπλήρωσης τιμολογούν με λιγότερες μειώσεις από ό,τι έχει σηματοδοτήσει η Fed στο δικό της διάγραμμα για το 2025.

Διαφορετικά, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι παρουσιάζουν μια σειρά από σενάρια, αλλά ιστορικά αυτό δεν έχει επηρεάσει πάρα πολύ τις αγορές, οι οποίες τείνουν να συναλλάσσονται κυρίως με μακροοικονομικούς παράγοντες όπως η ανάπτυξη και ο πληθωρισμός.

Στο βαθμό που τα γεωπολιτικά γεγονότα επηρεάζουν τις αγορές, είναι γενικά επειδή επηρεάζουν αυτούς τους μακροοικονομικούς παράγοντες όπως η ανάπτυξη ή ο πληθωρισμός, όπως φάνηκε μετά την εισβολή της Ρωσίας στην Ουκρανία το 2022, η οποία προκάλεσε σημαντική άνοδο στις τιμές των εμπορευμάτων.