

## Οικονομικά - Εταιρικά Νέα



### **Goldman Sachs: Έρχονται πολλές αναταραχές στις αγορές προτού δουν τα χαμηλά τους - Πότε θα έρθει η bull market**

Να προετοιμαστούν για αρκετές αλλεπάλληλες αναταραχές στις αγορές προτού βρεθεί ο πραγματικός "πάτος" για τις μετοχές, προειδοποιεί τους επενδυτές η Goldman Sachs.

Όπως επισημαίνει σε σημερινό report (το παρουσιάζει η Ελευθερία Κούρταλη στο capital.gr) η αμερικάνικη τράπεζα, η κλίμακα και το βάθος των bear markets ποικίλλουν αρκετά. Το ίδιο μπορεί να ειπωθεί για τις bull markets – ορισμένες είναι πολύ ισχυρότερες και μεγαλύτερες από άλλες, λόγω των ισχυρών τάσεων στην ανάπτυξη και το κόστος κεφαλαίου.

Οι bear markets μπορούν να χωριστούν σε τρεις κατηγορίες: "Δομικές", "Κυκλικές" και "Οδηγούμενες από τα γεγονότα". Κάθε τύπος bear market καθοδηγείται από ένα διαφορετικό σύνολο συνθηκών και έχει διαφορετικά προφίλ όσον αφορά το βάθος, τη διάρκεια και τον χρόνο ανάκαμψης.

Οι περισσότερες bear markets τελικά τείνουν να τελειώνουν με μια παρόμοια ισχυρή αρχική ανάκαμψη (την οποία η Goldman περιγράφει ως τη φάση "Ελπίδα" - Hope). Ωστόσο, σε πραγματικό χρόνο, είναι συχνά δύσκολο να γίνει διάκριση μεταξύ ενός ράλι εντός της bear market και μιας γνήσιας κλίσης σε μια νέα bull market, καθώς μπορεί να μοιάζουν πολύ, τουλάχιστον στην αρχή.

Η διαφορά μεταξύ ενός ράλι bear market και μιας μετάβασης σε μια φάση "Ελπίδας" μιας νέας bull market εξαρτάται συχνά από τους οδηγούς της ίδιας της bear market και από έναν συνδυασμό άλλων παραγόντων, εξηγεί η Goldman Sachs, αναλύοντας αυτά τα σημεία ενεργοποίησης σε μια προσπάθεια να κατανοήσει την πιθανή πορεία των αγορών στη συνέχεια μετά το ισχυρό ράλι των μετοχών από τον Ιούνιο.

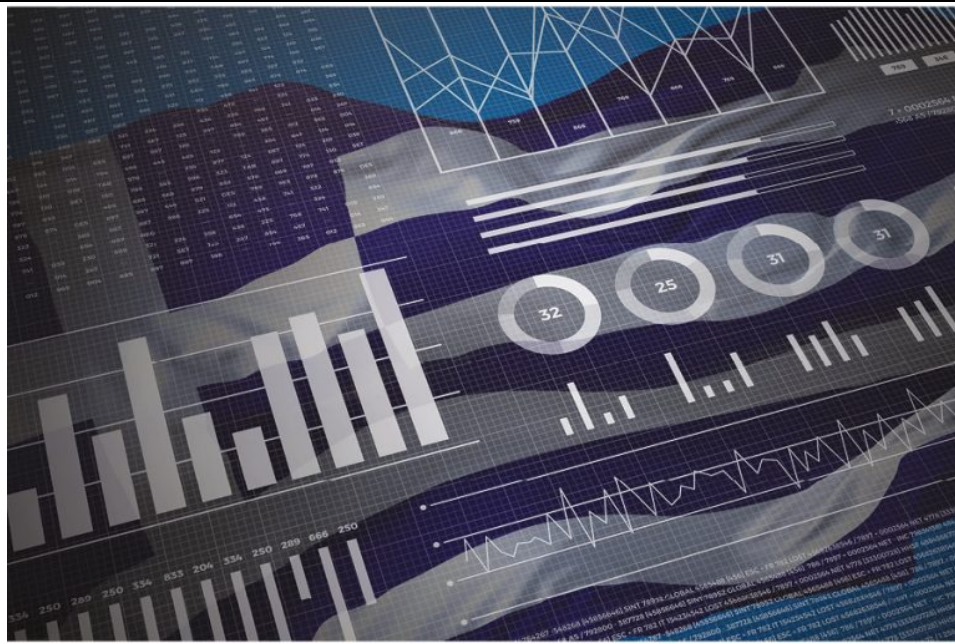
Οι χαμηλές αποτιμήσεις αποτελούν απαραίτητη, αν και όχι επαρκή, προϋπόθεση για την ανάκαμψη της αγοράς. Το να πλησιάσουμε στο χειρότερο σημείο του οικονομικού κύκλου όπου ο ρυθμός επιδείνωσης επιβραδύνεται και ο πληθωρισμός και τα επιτόκια κορυφώνονται, είναι επίσης σημαντικοί παράγοντες, τονίζει η Goldman. Η τοποθέτηση των επενδυτών μπορεί επίσης να παίζει σημαντικό ρόλο. Οι bull markets ξεκινούν συνήθως κατά τη διάρκεια μιας ύφεσης, περίπου 6-9 μήνες πριν από τον "πάτο" της κερδοφορίας των εισηγμένων και περίπου 3-6 μήνες πριν από τον "πάτο" των δεικτών PMI.

Συνέχεια...

Ο δείκτης Bull/Bear Market της Goldman και ο δείκτης Risk Appetite προσπαθούν να συλλάβουν τους θεμελιώδεις παράγοντες και τους παράγοντες κλίματος της αγοράς που είναι σημαντικοί γύρω από τα σημεία καμπής. Ο συνδυασμός αυτών μπορεί να προσφέρει έναν χρήσιμο οδηγό, ιδιαίτερα όταν και οι δύο βρίσκονται κοντά σε ακραίες τιμές. Όταν ο Bull/Bear Market δείκτης είναι κάτω από 45% και ο δείκτης Risk Appetite είναι κάτω από 1,5, η πιθανότητα επίτευξης υψηλών αποδόσεων σε διάστημα 12 μηνών είναι πολύ υψηλή.

"Τα τρέχοντα επίπεδα αυτών των δεικτών υποδηλώνουν ότι δεν βρισκόμαστε ακόμη στον "πάτο" της αγοράς", τονίζει η Goldman. Συνεπώς, είτε οι αποδόσεις θα παραμείνουν χαμηλές και ασταθείς για μεγάλο χρονικό διάστημα είτε η αγορά είναι πιθανό να δοκιμάσει ξανά τα χαμηλά της προτού δημιουργηθεί ένα γνήσιο κατώτατο σημείο, όπως προσθέτει.

Ο κύκλος της bull market που ακολουθεί την αρχική φάση της "Ελπίδας" μπορεί, όπως οι bear markets, να ποικίλλει αρκετά ως προς το μήκος και τη δύναμη. Σε γενικές γραμμές, η Goldman χωρίζει τις ανοδικές αγορές σε δύο τύπους. Αυτές που είναι "δομικές" και κατά τις οποίες οι αποτιμήσεις τείνουν να ανεβαίνουν, και αυτές που είναι "Πιο επίπεδες" – με χαμηλότερες συνολικές αποδόσεις. Η G.S αναμένει ότι η επόμενη bull market -αυτό που αποκαλεί Μεταμοντέρνο Κύκλο (Post-Modern Cycle)- θα έχει πολύ μεγάλο εύρος διακύμανσης και χαμηλές αποδόσεις. Ωστόσο, βρίσκεται ακόμη μακριά καθώς οι αγορές αναμένεται να περάσουν από αρκετές λακκούβες προτού δουν τα χαμηλά τους.



## **Ανάπτυξη 7,7% του ΑΕΠ το β' τρίμηνο**

Αύξηση κατά 7,7% παρουσίασε με βάση τα διαθέσιμα εποχικά διορθωμένα στοιχεία, το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) σε όρους όγκου, κατά το 2ο τρίμηνο του 2022 σε σύγκριση με το 2ο τρίμηνο του 2021, όπως ανακοίνωσε σήμερα η Ελληνική Στατιστική Αρχή.

Σε σχέση με το 1ο τρίμηνο του 2022 το ελληνικό ΑΕΠ παρουσίασε αύξηση κατά 1,2%.

Παράλληλα, με βάση τα μη εποχικά διορθωμένα στοιχεία το Ακαθάριστο Εγχώριο Προϊόν (ΑΕΠ) σε όρους όγκου, κατά το 2ο τρίμηνο 2022 παρουσίασε αύξηση κατά 7,8% σε σχέση με το 2ο τρίμηνο 2021.



## “Η εξομάλυνση του πληθωρισμού σημαίνει συντριβή της ζήτησης με ύφεση” (BlackRock)

Δυσοίωνος εμφανίζεται για άλλη μία φορά με πρόσφατο ενημερωτικό του σημείωμα ο επενδυτικός κολοσσός BlackRock, αφού όπως υποστηρίζει «η εξομάλυνση του πληθωρισμού σημαίνει συντριβή της ζήτησης με ύφεση».

«Υπολογίζουμε ότι 3 εκατομμύρια άνθρωποι θα μείνουν άνεργοι εάν η ζήτηση συρρικνωθεί κατά 2%» υποστηρίζει η BlackRock, που προσθέτει:

«Η Fed θα εκπλαγεί από τη ζημιά που θα προκληθεί στην ανάπτυξη από τη νομισματική σύσφιξη της.

Ειδικότερα, σύμφωνα με την επενδυτική εταιρεία, βρισκόμαστε σε νέο μακροοικονομικό περιβάλλον.

Οι κεντρικοί τραπεζίτες στο οικονομικό συμπόσιο του Jackson Hall φάνηκε να αναγνωρίζουν αυτή την πραγματικότητα.

«Ωστόσο, πιστεύουμε ότι δεν δίνουν προτεραιότητα στις οικονομικές επιπτώσεις που μπορεί να έχει η προσπάθεια αντιμετώπισης των πληθωριστικών πιέσεων» επισημαίνει η BlackRock.

Φαίνεται ότι δεν σκοπεύουν, προς το παρόν, να διαχειριστούν την απότομη αντιστάθμιση μεταξύ πληθωρισμού και ανάπτυξης, που, αν μη τι άλλο, είναι μεγάλη υπόθεση.

Σε κάθε περίπτωση, λέει ο επενδυτικός κολοσσός, η επιστροφή του πληθωρισμού στους στόχους των κεντρικών τραπεζών σημαίνει συντριβή της ζήτησης με ύφεση.

Και αυτά είναι «κακά νέα» για τα assets...

Σε περιδίνηση η μεγαλύτερη οικονομία των ΗΠΑ

Σύμφωνα με την BlackRock, η μεγαλύτερη οικονομία του κόσμου, δηλαδή αυτή των ΗΠΑ, είναι σε περιδίνηση και στις αρχές του 2023 αναμένεται να εισέλθει, εκ των πραγμάτων, σε υφεσιακό περιβάλλον.

Αλλωστε, ο πρόεδρος της Fed, Jay Powell, το κατέστησε ιδιαίτερα σαφές κατά τη διάρκεια της ομιλίας του στο Jackson Hall:

Δεν έχει καμία πρόθεση να υποχωρήσει σε ό,τι αφορά τη νομισματική σύσφιξη.

Το πρόβλημα όμως είναι ότι οι αυξήσεις των επιτοκίων δεν θα λύσουν το μεγαλύτερο πρόβλημα: τη χαμηλή παραγωγική ικανότητα.

Και ο μοναδικός τρόπος με τον οποίο η Fed μπορεί να μειώσει γρήγορα τον πληθωρισμό είναι να αυξήσει τα επιτόκια αρκετά υψηλά ώστε να αναγκάσει τη ζήτηση να μειωθεί κατά περίπου 2%.

Ωστόσο, η κεντρική τράπεζα δεν έχει ακόμη αναγνωρίσει το μεγάλο κόστος για την ανάπτυξη ή την ασυνήθιστη φύση των περιορισμών στην αγορά εργασίας λόγω της πανδημίας.

«Υπολογίζουμε ότι 3 εκατομμύρια άνθρωποι θα μείνουν άνεργοι εάν η ζήτηση συρρικνωθεί κατά 2%» υποστηρίζει η BlackRock, που προσθέτει:

«Η Fed θα εκπλαγεί από τη ζημιά που θα προκληθεί στην ανάπτυξη από τη νομισματική σύσφιξη της.

Όταν η Fed δει τον πόνο, πιστεύουμε ότι θα σταματήσει να αυξάνει τα επιτόκια.

Όμως τότε θα είναι πολύ αργά για να αποφευχθεί η συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας ενώ παράλληλα η μείωση δεν θα είναι αρκετά βαθιά για να περιοριστεί ο πληθωρισμός στο 2%.

Αντίθετα, ο πληθωρισμός θα παραμείνει κοντά στο 3%.

Τι γίνεται στην Ευρώπη;

Αντίθετα, η Ευρώπη είναι μια τελείως διαφορετική ιστορία, αναφέρει η BlackRock, καθώς η Γηραιά Ήπειρος θα περιπέσει σε ύφεση λόγω της ενεργειακής κρίσης.

Την ίδια στιγμή, μέχρι το τέλος του έτους, οι αυξήσεις των επιτοκίων θα ωθήσουν τη ζώνη του ευρώ σε βαθιά οικονομική συρρίκνωση.

Η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) εμφανίζεται εξίσου αποφασισμένη με τη Fed να καταπολεμήσει τον πληθωρισμό αυξάνοντας τα επιτόκια.

Στο Jackson Hole, το μέλος του εκτελεστικού συμβουλίου της ΕΚΤ, Isabel Schnabel, αναγνώρισε ότι πρέπει να υπάρξει συμβιβασμός μεταξύ της τιθάσευσης του πληθωρισμού και της διατήρησης της ανάπτυξης.

Ωστόσο, θεωρεί πως είναι απαραίτητη μια προσέγγιση «ισχυρού ελέγχου» στη νομισματική πολιτική, επικεντρωμένη στη μείωση του πληθωρισμού με οποιοδήποτε κόστος.

Σε αυτό το πλαίσιο, «πιστεύουμε ότι η ΕΚΤ θα αυξηθεί κατά 0,75% στις 8 Σεπτεμβρίου». «Όμως, όπως και η Fed, η ΕΚΤ δεν κατανοεί την πλήρη έκταση της ύφεσης που απαιτείται για τη συντριβή του πληθωρισμού.

Πιστεύουμε ότι η ΕΚΤ θα συνεχίσει να αυξάνει τα επιτόκια κατά τη διάρκεια του υπόλοιπου έτους, αλλά θα σταματήσει, όταν βρεθεί αντιμέτωπη με τη σοβαρότητα της ύφεσης.

Συμπέρασμα...

Αλλά, τι σημαίνουν όλα αυτά για τις επενδύσεις; διερωτάται η BlackRock. Το βασικό συμπέρασμα είναι το εξής: Το νέο καθεστώς απαιτεί συχνότερες προσαρμογές στα χαρτοφυλάκια.

Ο χρονικός ορίζοντας είναι επίσης βασικός. «Βραχυπρόθεσμα, είμαστε underweight για μετοχές, καθώς τα μακροοικονομικά δεδομένα επιδεινώνονται».

Οι κεντρικές τράπεζες φαίνονται έτοιμες να αυστηροποιήσουν υπερβολικά την πολιτική τους και να σταματήσουν την οικονομική επανεκκίνηση.

«Οι υφέσεις που έρχονται δεν έχουν προεξοφληθεί στα χρηματιστήρια, γι' αυτό δεν αγοράζουμε στα χαμηλά».

«Είμαστε overweight στα ομόλογα που διαπραγματεύονται στα χρηματιστήρια για πρώτη φορά εδώ και χρόνια, καθώς οι αποδόσεις και τα spreads έχουν ουσιαστικά ανατιμηθεί» καταλήγει η BlackRock.





## **Κίνδυνος Lehman στην ενέργεια: Margin calls 1,5 τρισ. – Σπεύδουν για διασώσεις οι κυβερνήσεις**

Αντιμέτωπη με τη δική της «στιγμή Lehman Brothers» βρίσκεται η ευρωπαϊκή αγορά ενέργειας, καθώς οι κυβερνήσεις ρίχνουν δισεκατομμύρια για να στηρίξουν τις εταιρείες ρεύματός τους, την ώρα που η νορβηγική Equinor υπολογίζει ότι margin calls ύψους 1,5 τρισ. δολαρίων πρέπει να καλυφθούν, για να μην καταρρεύσει η αγορά του trading ενέργειας.

Όπως γράφει το Money Review, η Equinor προειδοποιεί ότι η ευρωπαϊκή αγορά παραγώγων ενέργειας κινδυνεύει να «παγώσει» εάν οι κυβερνήσεις δεν δώσουν στις εταιρείες κοινής ωφέλειας ρευστότητα για να καλύψουν margin calls τουλάχιστον 1,5 τρισ. δολαρίων. «Θα χρειαστεί στήριξη της ρευστότητας, αν και η φυσική αγορά δουλεύει», σημειώνει η Helge Haugane, ανώτερη αντιπρόεδρος της Equinor για το αέριο και την ενέργεια, σύμφωνα με το Bloomberg. Η εταιρεία εκτιμά ότι θα χρειαστούν 1,5 τρισ. για τη στήριξη της αγοράς παραγώγων, σύμφωνα με συντηρητικούς υπολογισμούς.

Τις τελευταίες ημέρες, κυβερνήσεις από τη Σουηδία έως την Ελβετία και το Ηνωμένο Βασίλειο αναγκάζονται να στηρίξουν τις εταιρείες κοινής ωφέλειάς τους.

Σήμερα το πρωί, η φινλανδική Fortum Oyj έλαβε 2,35 δισ. ευρώ σε χρηματοδότηση για να διασφαλίσει ότι έχει αρκετή ρευστότητα. Η Ελβετία έδωσε στην Axpo πιστωτική γραμμή έως 4 δισ. φράγκων, την οποία η εταιρεία που παράγει και εμπορεύεται ρεύμα από ανανεώσιμες πηγές ενέργειας ζήτησε, αλλά δεν έχει χρησιμοποιήσει ακόμα.

Η Φινλανδία προειδοποιεί για μια στιγμή Lehman Brothers, καθώς οι εταιρείες ενέργειας αντιμετωπίζουν ξαφνικές ελλείψεις ρευστότητας. Μαζί με την Σουηδία, οι δύο χώρες έχουν ανακοινώσει έκτακτο πρόγραμμα ρευστότητας 33 δισ. δολαρίων για τη στήριξη των εταιρειών κοινής ωφέλειας μέσω δανείων και εγγυήσεων.

Στη Βρετανία, η Centrica βρίσκεται σε συζητήσεις για την επέκταση γραμμών πίστωσης.

Η κατάσταση στον κλάδο παρουσιάζει ταχύτατη επιδείνωση, ειδικά έπειτα από την απόφαση της Ρωσίας να κλείσει τον αγωγό φυσικού αερίου Nord Stream.

Βοήθεια για τις εταιρείες εξετάζει και η Κομισιόν, με τα σχέδια που έχουν πέσει στο τραπέζι να περιλαμβάνουν πιστωτικές γραμμές από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα, νέα προϊόντα που μπορούν να χρησιμοποιηθούν ως collateral και προσωρινή παύση διαπραγμάτευσης στις αγορές παραγώγων.

Οι αγοραστές χονδρικής και οι εταιρείες κοινής ωφέλειας συνήθως τηρούν μεγάλες short θέσεις στα παράγωγα της ενέργειας ως αντιστάθμιση κινδύνου έναντι των συμβολαίων που έχουν στην φυσική αγορά, με αποτέλεσμα να είναι ευάλωτες όταν οι αγορές ανεβαίνουν απότομα και οι θέσεις αυτές γίνονται ζημιογόνες. Όταν αυτό συμβαίνει, οι εταιρείες καλούνται να καταθέσουν περισσότερα μετρητά ως collateral έναντι αυτής της θέσης.

Αναλύτες της Citigroup υπολογίζουν ότι η αύξηση στις τιμές του ρεύματος και του φυσικού αερίου ανάγκασε τις εταιρείες κοινής ωφέλειας να δώσουν πάνω από 100 δισ. ευρώ επιπλέον σε collateral για να καλύψουν τα margin calls.

Ένα μέτρο που προωθείται από λομπίστες είναι να επιτραπεί στις εταιρείες κοινής ωφέλειας (αλλά όχι στους παίκτες του finance που συμμετέχουν στα παράγωγα της ενέργειας) να δίνουν ως collateral άλλα προϊόντα, πέραν των μετρητών, όπως για παράδειγμα εγγυήσεις τραπεζών ή δικαιώματα εκπομπής ρύπων. Με αυτό τον τρόπο, θα απελευθερωθεί ρευστότητα ώστε οι εταιρείες να μπορέσουν να τη χρησιμοποιήσουν με πιο ουσιαστικούς τρόπους.

Στο μέτωπο των πιστώσεων, η Γερμανία έχει εφαρμόσει μέχρι στιγμής το μεγαλύτερο πακέτο, καθώς έχει κάνει διαθέσιμα δάνεια 7 δισ. ευρώ για τις εταιρείες που αντιμετωπίζουν προβλήματα ρευστότητας, πέραν του πακέτου βοήθειας των 100 δισ. ευρώ. Η Uniper ζήτησε την προηγούμενη εβδομάδα άλλα 4 δισ. ευρώ, αφού εξάντλησε την αρχική γραμμή πίστωσης των 9 δισ. ευρώ.

Η δημοτική εταιρεία ρεύματος της Βιέννης επίσης εξασφάλισε 2 δισ. ευρώ από την αυστριακή κυβέρνηση.



## **Καμπανάκι ESM: Δελτίο στο αέριο αρχές του 2023 αν διακοπεί πλήρως το ρωσικό αέριο**

Καμπανάκι κτυπά ο ESM για το ορατό ενδεχόμενο μίας πλήρους διακοπής των ροών ρωσικού φυσικού αερίου στην Ευρώπη, καθώς από μελέτη που δημοσίευσε προκύπτει ότι σε μία τέτοια περίπτωση θα υπήρχε ανάγκη για επιβολή δελτίου στην κατανάλωσή του από τις αρχές του 2023, η οποία θα προκαλούσε ύφεση στην Ευρωζώνη.

Δεν αναμένεται επιβολή δελτίου σε όλες τις χώρες

Η μελέτη σημειώνει, πάντως, ότι σε κάποιες χώρες δεν αναμένεται η επιβολή δελτίου, με τον μεγαλύτερο αντίκτυπο να προβλέπεται στη Γερμανία, την Ιταλία, την Αυστρία και το Βέλγιο.

Οι οικονομίες των χωρών που δεν έχουν σημαντική εξάρτηση από το ρωσικό αέριο, όπως της Ισπανίας και της Γαλλίας, θα επηρεαστούν έμμεσα από τη συρρίκνωση του ΑΕΠ στις άλλες μεγάλες χώρες της Ευρωζώνης.

Η έκθεση σημειώνει ακόμη ότι η μείωση των εισαγωγών ενέργειας από τη Ρωσία συμβάλει στην άμβλυνση των επιπτώσεων από την επιβολή δελτίου.

Η μείωση της κατανάλωσης

Επίσης, η μείωση της κατανάλωσης φυσικού αερίου κατά 15%, όπως έχει προτείνει η Ευρωπαϊκή Επιτροπή, μπορεί να συμβάλει στην αποφυγή περαιτέρω μειώσεων τον χειμώνα, αλλά μόνο αν μειωθεί η συνολική κατανάλωση – τόσο των νοικοκυριών όσο και των επιχειρήσεων.

Ο αντίκτυπος θα μειωνόταν περαιτέρω από έναν συντονισμό μεταξύ των χωρών της ΕΕ.

Μεγαλύτερη μείωση του ΑΕΠ σε Γερμανία και Γαλλία

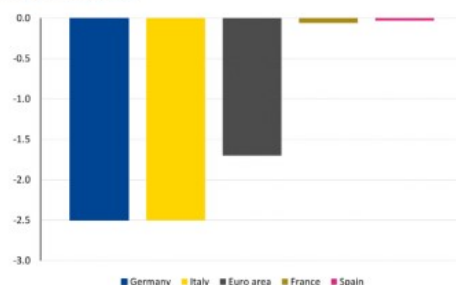
Η ανάλυση των οικονομολόγων του ESM δείχνει ότι μία πλήρης περικοπή των ρωσικών ροών αερίου από τον Αύγουστο του 2022 θα εξαντλούσε τα αποθέματά του στα τέλη του έτους και συνεπώς θα χρειαζόταν να μπει δελτίο από τις αρχές του 2023, οδηγώντας σε μία μείωση της κατανάλωσης, η οποία στην περίπτωση της Γερμανίας θα έφθανε το 40%.

Οι ενεργοβόροι κλάδοι θα έπρεπε να μειώσουν την παραγωγή τους, με συνέπεια να μειωθεί το ΑΕΠ της Ευρωζώνης κατά 1,7% σε σχέση με το επίπεδο αναφοράς που θα κινείτο αν δεν υπήρχε η διακοπή των ροών, οδηγώντας πιθανόν σε αύξηση της ανεργίας.

Τη μεγαλύτερη μείωση του ΑΕΠ, κατά 2,5% από το επίπεδο αναφοράς, θα κατέγραφαν η Γερμανία και η Ιταλία.

Figure 1: Output losses from rationing in 2023

(% change from no gas impairment case)



Notes: The figure shows the output losses of a Russian gas import stop and consequent rationing of gas by most energy-intensive sectors for the largest euro area economies and euro area aggregate. The output losses are shown as percentage deviation from a baseline with no gas impairment. The assumed Russian gas dependency is the one observed today.

Sources: ESM calculations based on OECD 2021 ICIO tables, Eurostat, European Network Transmission System Operators for Gas, and Aggregated Gas Storage Inventory (AGSI+).