

## Οικονομικά - Εταιρικά Νέα

### Bank of America: Οι 3 λόγοι που υπέρ-αποδίδει η οικονομία της Ελλάδας

Τη θετική στάση της για την πορεία της ελληνικής οικονομίας διατηρεί η Bank of America, εκτιμώντας ότι βρίσκεται σε καλό δρόμο για να υπεραποδώσει του μέσου όρου της ζώνης του ευρώ την επόμενη διετία.

Όπως εξηγεί η BofA, αυτή η εκτίμηση στηρίζεται σε τρεις παράγοντες:

1) τη θετική δυναμική για τις κεφαλαιουχικές επενδύσεις, μετά από χρόνια υποεπενδύσεων και εν μέσω πλήρους απορρόφησης των κονδυλίων της ΕΕ  
2) τη πιο μετριοπαθή μετακόλιση της νομισματικής πολιτικής, δεδομένης της ειδικής ανά χώρα δομής του Σχεδίου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας (RRP) και του εγγύριου χρέους

3) τη δημοσιονομική σύνεση και δέσμευση διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων.

Η BofA αναμένει ανάπτυξη 1,1% το 2024 και 1,7% το 2025, έναντι πρόβλεψης για την ανάπτυξη της ευρωζώνης στο 0,4%/1,1% αντίστοιχα. Παρόλα αυτά, οι εκτιμήσεις της παραμένουν κάτω από τη συναίνεση της αγοράς για το 2024/25, στο 1,5% και 2,3% αντίστοιχα.

Μετά από σταθερή αναπτυξιακή τροχιά το α' εξάμηνο του 2023, βασιζόμενη κυρίως στην κατανάλωση και τις εξαγωγές (εν μέσω ισχυρής ανάκαμψης στον τουρισμό), η οικονομία παρέμεινε στάσιμη το γ' τρίμηνο του 2023. Για τα επόμενα τρία τρίμηνα, η BofA αναμένει ότι η ιδιωτική κατανάλωση θα χάσει την δυναμική της, χάρη στην καθυστερημένη επίδραση της σύσφιξης της ΕΚΤ, στο φτωχό εξωτερικό περιβάλλον και στη μέτρια σύσφιξη της δημοσιονομικής πολιτικής.

Όταν η ΕΚΤ αρχίσει να μειώνει τα επιτόκια, ο χαμηλότερος πληθωρισμός θα επιτρέψει την ανάκαμψη του πραγματικού εισοδήματος και το εξωτερικό περιβάλλον θα βελτιωθεί. Έτσι, η ελληνική ανάπτυξη θα πρέπει να επιταχυνθεί εκ νέου το δεύτερο εξάμηνο του 2024 (σε 0,4% τριμηνιαία κατά μέσο όρο) πριν συγκλίνει σε μέσο ρυθμό 0,5% τριμηνιαία το 2025.

Προκλήσεις

Βέβαια, η BofA δεν παραβλέπει να επισημάνει και ορισμένες μακροχρόνιες διαρθρωτικές προκλήσεις, οι οποίες δεν έχουν ακόμη αντιμετωπιστεί. Επίσης, ενώ οι κίνδυνοι ανά χώρα είναι περιορισμένοι, η Ελλάδα παραμένει ευάλωτη σε εξωτερικούς κραδασμούς.

Ειδικότερα, η πιο δυναμική βραχυπρόθεσμη μακροοικονομική εικόνα δεν θα πρέπει να επισκιάζει τις μακροχρόνιες δομικές ευπάθειες, αναφέρει η BofA. Η βελτίωση της παραγωγικότητας μέσω διαρθρωτικών μεταρρυθμίσεων και της αποτελεσματικότερης κατανομής των πόρων, η ενίσχυση της ανταγωνιστικότητας και η στροφή προς ένα πιο ανθεκτικό μοντέλο ανάπτυξης παραμένουν εκκρεμείς προκλήσεις.

Μεσοπρόθεσμα, αυτά θα οδηγήσουν σε μια προσαρμογή του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Ωστόσο, βραχυπρόθεσμα, το έλλειμμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών είναι πιθανό να παραμείνει από τα υψηλότερα στην Ευρωζώνη και να αφήσει την οικονομία εκτεθειμένη σε εξωτερικούς κινδύνους.

Σε αυτό το πλαίσιο, ενώ οι κίνδυνοι για τις προοπτικές ανά χώρα είναι περιορισμένοι (και συγκεντρώνονται κυρίως γύρω από την έγκαιρη εφαρμογή του εθνικού RRP), ο κατάλογος των εξωγενών κινδύνων είναι μακρύς, από το γεωπολιτικό μέτωπο (συμπεριλαμβανομένων των καταστάσεων Ουκρανίας/Ισραήλ και πιο πρόσφατων διαταραχών στην Ερυθρά Θάλασσα) έως και τον αντίκτυπο τους σχετικά με τις τιμές.

Από την άλλη πλευρά, ο ταχύτερος από το αναμενόμενο αποπληθωρισμός θα υποστήριζε μια ταχύτερη ανάκαμψη της αγοραστικής δύναμης. Συνολικά, παρά τη βραχυπρόθεσμη υπεραπόδοση, η BofA προειδοποιεί ότι η ελληνική οικονομία και τα περιουσιακά στοιχεία παραμένουν εξαιρετικά ευάλωτα σε εξωτερικούς κραδασμούς.

Τα κονδύλια στο πλαίσιο του Ελλάδα 2.0

Η BofA εκτιμά ότι η Ελλάδα έχει χώρο να αξιοποιήσει τη χρηματοδότηση της ΕΕ και να μειώσει το επενδυτικό χάσμα με την υπόλοιπη ζώνη του ευρώ. Ως εκ τούτου, η πλήρης απορρόφηση των κονδυλίων της ΕΕ στο πλαίσιο του εθνικού σχεδίου ανάκαμψης αποτελεί βασική υπόθεση για την άποψη της για τη δυναμική των ελληνικών assets.

Υπονοείται εδώ ότι τα αρχικά σχέδια για το Greece 2.0 περιλάμβαναν κεφάλαια της ΕΕ αξίας 30,5 δισ. ευρώ (εκ των οποίων τα 17,8 δισ. ευρώ είναι σε επιχορηγήσεις και τα 12,7 δισ. ευρώ σε δάνεια) και αναμενόμενα συννοσημιόμοια από το δημόσιο στο ιδιωτικό κεφάλαιο, με το συνολικό ποσό των κινητοποιημένων πόρων να ανέρχεται σε 57,5 δισ. ευρώ. Τον Αύγουστο, η Ελλάδα υπέβαλε ένα αναθεωρημένο πρόγραμμα που περιελάμβανε επιπλέον 5 δισ. ευρώ σε δάνεια και 0,8 δισ. ευρώ σε επιχορηγήσεις. Καθώς η αναθεώρηση εγκρίθηκε στις αρχές Δεκεμβρίου, σωρευτικά η χώρα θα πρέπει να επωφεληθεί περίπου 36 δισ. ευρώ από κονδύλια της ΕΕ στο πλαίσιο της NGEU το 2021-2026.

Ωστόσο, τα περισσότερα από τα επιτεύγματα μέχρι στιγμής ήταν στην ατζέντα των μεταρρυθμίσεων, ενώ οι δαπάνες των ταμείων RRF προχωρούν πιο αργά. Από το συνολικό κονδύλιο των επιχορηγήσεων, οι ταμειακές εισπράξεις από την ΕΕ ανέρχονται σε 7,4 δισ. ευρώ, εκ των οποίων 1,95 δισ. ευρώ έχουν εκταμιευθεί σε επιχειρήσεις και 2,8 δισ. ευρώ έχουν μεταφερθεί από το κράτος σε άλλους φορείς της γενικής κυβέρνησης.

Όσον αφορά τα δάνεια, οι εισπράξεις σε μετρητά από την ΕΕ ανέρχονται σε 7,3 δισ. ευρώ, εκ των οποίων τα 1,3 δισ. ευρώ έχουν εκταμιευθεί σε επιχειρήσεις. Αν και η μετάβαση από το μέτωπο των μεταρρυθμίσεων προς τις επενδύσεις θα πρέπει να υποστηρίξει τις κεφαλαιουχικές δαπάνες, η BofA προειδοποιεί ότι οι καθυστερήσεις υλοποίησης στις πραγματικές δαπάνες τείνουν να είναι υψηλότερες από ό,τι στη φάση της διαρθρωτικής μεταρρύθμισης/διαδικασίας έγκρισης επιλέξιμων έργων.

Η μετακόλιση της νομισματικής πολιτικής φαίνεται να μετριάζεται στην Ελλάδα

Το 2021, η BofA τόνισε ότι η συμπεριφορά του ιδιωτικού τομέα που συνοπτολογίστηκε στο Greece 2.0 σε σχέση με το κανάλι χρήσης του δανείου ήταν περίτλοκη (σε μεγάλο βαθμό για τη χώρα). Ο στόχος της χρήσης δανείων RRF για τη μόλυνση του τραπεζικού δανεισμού και της συγχρηματοδότησης δανείων προς τον ιδιωτικό τομέα ήταν διπλός: αφενός, να επωφεληθούν από τις διαδικασίες ελέγχου των τραπεζών, αφετέρου, για να περιορισθεί το φαινόμενο παραγκωνισμού από το δημόσιο κεφάλαιο.

Δύο χρόνια (και ένα ενεργειακό σοκ και πρόβλημα πληθωρισμού) αργότερα, φαίνεται να υπάρχει ένα άλλο πλεονέκτημα της χρήσης των δανείων RRF της Ελλάδας: ο μετριασμός της ασηθηροποίησης των πιστωτικών όρων που σχετίζονται με τη μετακόλιση της πολιτικής της ΕΚΤ.

Στο Ελλάδα 2.0, οι επενδύσεις σε τομείς προτεραιότητας της οικονομίας (όπως ο πράσινο και ο ψηφιακός μετασχηματισμός) χρηματοδοτούνται έως και 50% με κεφάλαια RRF, περίπου κατά 30% από τα χρηματοπιστωτικά ιδρύματα που συμμετέχουν στη συμφωνία και τουλάχιστον 20% από τον επενδυτή.

Αυτή η δομή χρηματοδότησης συμβάλλει στον μετριασμό της μετακόλισης της ασηθηρής πολιτικής της ΕΚΤ, κατά την εκτίμηση της BofA. Αυτό προστίθεται σε δύο παράγοντες στο πλαίσιο των καναλιών μετάδοσης της νομισματικής πολιτικής: 1) τη σχετικά χαμηλή μόλυνση των ελληνικών νοικοκυριών και των μη χρηματοπιστωτικών επιχειρήσεων και 2) την καλύτερη κατάσταση του τραπεζικού τομέα, με έντονη εστίαση στη συνεχή βελτίωση της ποιότητας των περιουσιακών στοιχείων.

Συνολικά, προκύπτουν ενδείξεις για έναν πιο μετριασμένο αντίκτυπο στη στενότητα των πιστώσεων στην Ελλάδα έναντι της υπόλοιπης περιοχής όσον αφορά τη διαθεσιμότητα κεφαλαίων, την διάθεση για πιστώσεις και το κόστος δανεισμού.

Η δημοσιονομική σύνεση αναμένεται να παραμείνει

Η πιο εποικοδομητική άποψη ισχύει και για τις ελληνικές δημοσιονομικές προοπτικές, επισημάνει επίσης η BofA. Ενώ ο συνδυασμός της άμβλυνσης της ανάπτυξης και της υψηλότερης επιβάρυνσης των επιτοκίων περιπλέκει τα δημοσιονομικά ζητήματα, ένα φαινόμενο «χιονοστιβάδας» θα εξακολουθεί να μειώνει τον δείκτη χρέους το 2024/25 (που προκύπτει από την ονομαστική ανάπτυξη που ξεπερνά τα επιτόκια).

Επίσης, η αργή μετακόλιση επιτοκίων αναγκάζει τη μεγάλη μέση διάρκεια του χρέους (κοντά στα 20 έτη) και τη δομή του ελληνικού δημόσιου χρέους.

Επιπλέον, τα τελευταία δημοσιονομικά σχέδια αποκάλυπτον τη δέσμευση για επίτευξη πρωτογενούς πλεονάσματος από το 2023 και μετά. Αυτό θα πρέπει να εγγυηθεί μια σταθερή ποσοτική τροχιά στον λόγο χρέους προς ΑΕΠ εντός του ορίζοντα πρόβλεψης.

Η BofA αναμένει ότι η αναλογία θα μειωθεί σημαντικά από 172,6% του ΑΕΠ το 2022 σε 161,5% το 2023, 155,2% το 2024 και 152,9% το 2025 (μείωση 54 π.μ. από τα υψηλά του 2020).

Ομόλογα

Όσον αφορά τα επιτόκια, καθώς τα μακροοικονομικά και τεχνικά θεμελιώδη στοιχεία παραμένουν εποικοδομητικά, η BofA πιστεύει ότι το spread των 10ετών ελληνικών ομολόγων θα μπορούσε να βρίσκεται μεταξύ των ιταλικών και των πορτογαλικών, ενώ αναμένει περαιτέρω πτώση 30 μ.β. στο επόμενο διάστημα.

Τα μακροτεχνικά και θεμελιώδη στοιχεία παραμένουν εποικοδομητικά. Η πρόσφατη υπερτίμηση σε δείκτες επενδυτικής βαθμίδας προσθέτει σταθερές τοποθετήσεις επενδυτών της τάξης των 10-16 δισ. ευρώ.

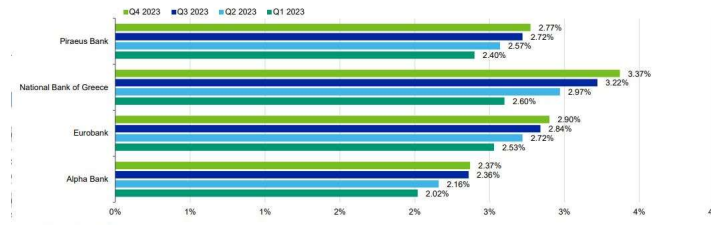


## Moody's για τράπεζες: Ισχυρά αποτελέσματα το 2024-2025, ήπια συμπίεση περιθωρίων

Ισχυρά χαρακτηρίζει η Moody's τα αποτελέσματα των τεσσάρων συστημικών τραπεζών της Ελλάδας, καθώς αυτά στηρίχθηκαν από τα υψηλά επιτόκια των δανείων και τις σχετικά χαμηλές επισφάλειες, την ώρα που ο κλάδος μείωσε περαιτέρω τα προβληματικά δάνεια και διατήρησε άνετη χρηματοδότηση και ρευστότητα. Κατόπιν τούτων, ο οίκος εκτιμά ότι τα αποτελέσματα του 2024-2025 θα παραμείνουν ισχυρά, παρά την κάποια συμπίεση των περιθωρίων.

Οι αναλυτές της Moody's εκτιμούν πως τα καθαρά επιτοκιακά περιθώρια θα εμφανίσουν ήπια συμπίεση φέτος, λόγω των υψηλότερων betas στις καταθέσεις και των αναμενόμενων μειώσεων στα επιτόκια κατά το δεύτερο εξάμηνο του 2024. Πάντως, ο οίκος αξιολόγησης εκτιμά ότι τα έσοδα των τραπεζών από τις βασικές λειτουργίες θα συνεχίσουν να ωφελούνται από τα νέα δάνεια προς επιχειρήσεις, κυρίως μέσω της αυξανόμενης χρήσης των δανείων του Ταμείου Ανάκαμψης.

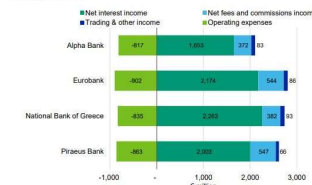
Exhibit 3  
Large Greek Banks reported higher net interest margin during 2023



Source: Banks' 2023 results and disclosures

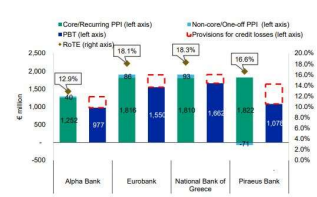
Ειδικότερα, η Moody's χαρακτηρίζει εντυπωσιακή την αύξηση του 51% που εμφάνισαν τα έσοδα από τόκους των τεσσάρων τραπεζών το 2023, προβλέποντας ότι η τάση θα επιβραδύνει φέτος. Η αύξηση των επιτοκιακών εσόδων ήταν αποτέλεσμα κυρίως της αύξησης των επιτοκίων αλλά και των όγκων εξοπηρετούμενων δανείων.

Exhibit 4  
Core income and trading & other income boosted Greek banks' earnings in 2023



Source: Banks' 2023 results and disclosures

Exhibit 5  
Significantly lower loan impairments enhance Greek banks' returns



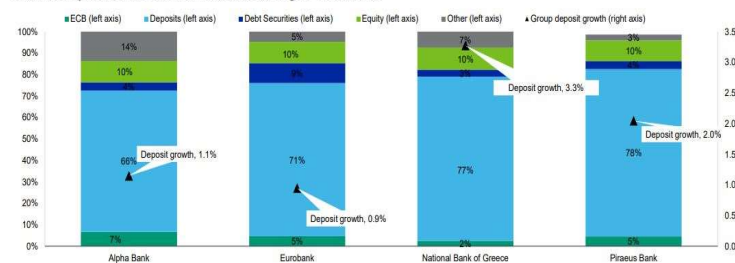
Note: RoTE represents return on tangible equity. For Eurobank and Piraeus Bank RoTE represent return on tangible book value.

Source: Banks' 2023 results and disclosures, Moody's Ratings

Η αύξηση στα καθαρά επιτοκιακά περιθώρια, ο περιορισμός του κόστους μέσω του κλεισίματος καταστημάτων και προγραμμάτων εθελούσιας εξόδου και οι χαμηλότερες επισφάλειες στήριξαν τις ισχυρές επιδόσεις των τραπεζών το 2023, επισημαίνεται.

Τα καθαρά επιτοκιακά περιθώρια διαμορφώθηκαν υψηλότερα από τον μέσο όρο στις μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες, που ήταν στο 1,56% τον Σεπτέμβριο του 2023, κυρίως λόγω της ισχυρής και φθηνής καταθετικής βάσης των ελληνικών τραπεζών.

Exhibit 6  
Customer deposits remain the main source of funding for Greek banks



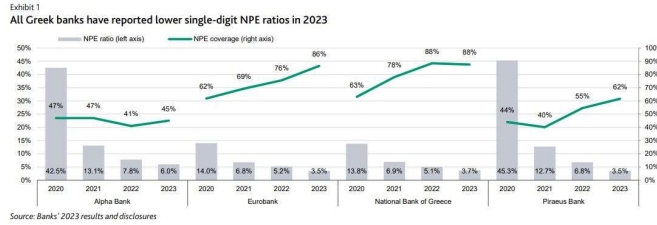
Note: Deposit growth represents Greece only, excluding any foreign operations; Group deposits for the four systemic banks is affected by the sale of Alpha Bank's Romanian subsidiary.

Source: Banks' 2023 results and disclosures

Επιπλέον, έπειτα από την ολοκλήρωση της εξυγίανσης των χαρτοφυλακίων τα τελευταία χρόνια, οι τέσσερις τράπεζες μπόρεσαν να ανακοινώσουν σταθερές επισφάλειες για το 2023, έπειτα από μείωση περίπου 74% το 2022, κάτι που στήριξε την κερδοφορία τους.

Στα τρέχοντα επίπεδα, τα NPEs των ελληνικών τραπεζών συγκλίνουν με τον μέσο όρο του 2,3% που εμφανίζουν οι μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες. Μέσα στο 2024, οι τράπεζες θα δυσκολευτούν περισσότερο να επιτύχουν ουσιαστική μείωση των NPEs, εν μέσω υψηλότερων επιτοκίων, εκτιμά η Moody's, αν και θεωρεί ότι η ποσοτική τάση θα συνεχιστεί.

Συνέχεια...



Κατόπιν τούτου, η Moody's επισημαίνει ότι όλες οι τράπεζες στοχεύουν στη διατήρηση της υψηλής κερδοφορίας τους έως το 2026, με ισχυρές επιδόσεις σε σχέση με το μέσο RoE του 10% που εμφάνισαν οι μεγάλες ευρωπαϊκές τράπεζες.

## Deutsche Bank: Τα 3+1 σενάρια για το επιτόκιο της ΕΚΤ

Τα τέσσερα, αντικρουόμενα όμως, σενάρια για το τι θα πράξει η Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα αναλύει η Deutsche Bank, η οποία παρά την επιφυλακτικότητα της, στη βασική εκτίμησή της προβλέπει ότι η ΕΚΤ θα προχωρήσει σε πέντε μειώσεις των επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης μέσα στο 2024, ενώ μέχρι τα μέσα του 2025 το τελικό επιτόκιο θα διαμορφωθεί στο 2%.

Βέβαια, όπως εκτιμά η Deutsche Bank (την ανάλυση παρουσιάζει ο Ο.Τ.), υπάρχει μεγάλη αβεβαιότητα και υψηλός βαθμός κινδύνου στις εκτιμήσεις αυτές, κάτι που αποτυπώνεται και στις συνομιλίες που έχει με τους επενδυτές, όπου και διατυπώνονται πολύ διαφορετικές απόψεις σχετικά με το πού οδεύει η ΕΚΤ με την πάροδο του χρόνου.

Ορισμένοι βλέπουν όρια στην έκταση των περικοπών της ΕΚΤ, δεδομένης της ισχύος της αγοράς εργασίας και των προοπτικών για δημοσιονομική χαλάρωση. Άλλοι πιστεύουν ότι είναι αναπόφευκτη η επιστροφή στο καθεστώς χαμηλής ανάπτυξης/χαμηλού πληθωρισμού και ένα χαμηλότερο τελικό επιτόκιο.

Αντανακλώντας τον υψηλό βαθμό μακροοικονομικής αβεβαιότητας, η Deutsche Bank παρουσιάζει τις διαφορετικές αφηγήσεις για την πορεία της πολιτικής της ΕΚΤ. Σε ένα τέτοιο περιβάλλον, είναι συνετό για την ΕΚΤ να μην υπερδευμεύεται, αναφέρει, καθώς αν και γνωρίζει την κατεύθυνση που θέλει να κινηθεί, η διατήρηση της προαιρετικής πολιτικής κατά την πλοήγηση σε ένα τόσο αβέβαιο περιβάλλον είναι σημαντική.

Figure 11: DB medium-term forecasts

Annual average growth rates, unless stated

Euro area medium-term forecasts

	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
Real GDP, % yoy	0.5	0.4	1.5	1.2	1.1
HICP inflation, % yoy	5.4	2.4	2.0	2.2	2.1
Core inflation, % yoy	4.9	2.6	2.2	2.1	2.0
Hourly labour cost, % yoy	5.0	4.4	3.5	3.5	3.0
Unemployment rate, %	6.5	6.6	6.9	6.9	6.8
ECB deposit rate, % eop	4.00	2.75	2.00	2.00	2.00
Fiscal balance, %GDP	-3.5	-3.1	-2.8	-2.4	-2.1

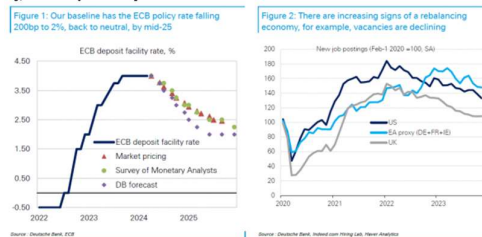
Source: Deutsche Bank, ECB, Eurostat, Haver Analytics

### Σενάριο #1 – Βασικό: επιστροφή στο ουδέτερο επιτόκιο

Το βασικό σενάριο της Deutsche Bank προβλέπει μείωση επιτοκίου της ΕΚΤ τον Ιούνιο και συνολικά 125 μονάδες βάσης το 2024 (περικοπές και στις πέντε συνεδριάσεις του Διοικητικού Συμβουλίου το 2024 από τον Ιούνιο και μετά) και 75 μονάδες βάσης το πρώτο εξάμηνο του 2025 (περικοπές τον Ιανουάριο, τον Μάρτιο και τον Ιούνιο).

Συνολικά 200 μονάδες βάσης περικοπών συνεπάγονται τελικό επιτόκιο 2% έως τα μέσα του 2025, το οποίο είναι ουδέτερο. Δεδομένου ότι η Deutsche Bank προβλέπει ότι ο πληθωρισμός θα επιστρέψει στον στόχο και το ποσοστό ανεργίας θα αυξηθεί, μια γενικά ισορροπημένη οικονομία συνεπάγεται μια γενικά ουδέτερη στάση πολιτικής.

Παρόλα αυτά, κατά την εκτίμησή της Deutsche Bank, ο πληθωρισμός είναι απίθανο να επιστρέψει στα χαμηλά προ της πανδημίας. Δεδομένων των γεωπολιτικών και κλιματικών εντάσεων, ο πληθωρισμός των τιμών των αγαθών και της ενέργειας μπορεί να είναι πιο ασταθής από ό,τι πριν από την πανδημία, αλλά είναι πιθανό να είναι υψηλότερος, κατά μέσο όρο.



### Σενάριο #2 – Επιστροφή σε έναν κόσμο «lo-flation»

Ένα εναλλακτικό σενάριο θέλει τα επιτόκια πολιτικής να πέφτουν κάτω από τα ουδέτερα εδάφη, ίσως εμφανώς. Η ανησυχία είναι η επιστροφή στην προ-πανδημική δυναμική της ασθενούς ανάπτυξης και του πληθωρισμού. Ουσιαστικά, επιστροφή στην «κοσμική στασιμότητα», αναφέρει χαρακτηριστικά η Deutsche Bank.

Το σοκ ανταγωνιστικότητας της Γερμανίας είναι ένα παράδειγμα των προκλήσεων που εξακολουθεί να αντιμετωπίζει η ζώνη του ευρώ. Πρόκειται για ένα περίπλοκο, πολύπλευρο πρόβλημα που περιλαμβάνει τους φόβους για την πρόσβαση/κόστος της ενέργειας, το κόστος της πράσινης μετάβασης, τις απειλές από προστατευτικές πολιτικές και τις ευπάθειες των αλυσίδων εφοδιασμού.

Η χρόνια αδύναμη ανταγωνιστικότητα θα μπορούσε να επιβαρύνει τις επενδυτικές δαπάνες και την απασχόληση. Με την πάροδο του χρόνου, η ασθενέστερη παραγωγικότητα και η τάση ανάπτυξης θα μπορούσαν να σύρουν την Ευρωζώνη πίσω σε μια παγίδα στασιμότητας.

Σε αυτό το μέτωπο, οι επενδυτές πρέπει να παρακολουθούν τη δυναμική του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών. Το μηνιαίο πλεόνασμα του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών της ζώνης του ευρώ αυξάνεται και έχει αυξηθεί ελάχιστες φορές από το 2017. Το περιβάλλον χαμηλού πληθωρισμού πριν από την πανδημία χαρακτηρίστηκε από δημόσια και ιδιωτική απομύχλευση (επίμονη αποταμίευση) και διαρκές πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών.

Ίσως ο πιστωτικός κύκλος να έχει βελτιωθεί πρόσφατα λόγω του αναμενόμενου κύκλου χαλάρωσης. Ως εκ τούτου, τα επιτόκια μπορεί να χρειαστεί να πέσουν για να διασφαλιστεί ότι θα αποφευχθούν οι οικονομικές πιέσεις. Καθώς ο πληθωρισμός είναι ολόένα και πιο πιθανό να επιστρέψει στον στόχο, το εμπόδιο στη μείωση των επιτοκίων θα πρέπει να είναι χαμηλότερο σε περίπτωση που εμφανιστεί χρηματοοικονομική πίεση.

Συνέχεια...



### Σενάριο #3 – Περιοριστικό επιτόκιο

Σε αυτό το εναλλακτικό σενάριο, η ΕΚΤ πραγματοποιεί μόνο την πρώτη από τις δύο «εξοχές» ή τις φάσεις του κύκλου χαλάρωσης που αναφέρθηκε από την Πρόεδρο Lagarde στη συνέντευξη Τύπου του Μαρτίου, αλλά όχι τη δεύτερη (κανονικοποίηση). Αυτό μπορεί να συμβεί σε διάφορες περιπτώσεις.

Πρώτον, ο πυρήνας/υπηρεσίες/εγχώριος πληθωρισμός θα μπορούσε να αποδειχθεί πιο επίμονος από ό,τι υποδηλώνει η τρέχουσα εκτίμηση της ΕΚΤ. Τα τελευταία στοιχεία δείχνουν έναν τέτοιο κίνδυνο και θα μπορούσε να ενισχυθεί εάν, για παράδειγμα, η αγορά εργασίας παραμείνει ισχυρή καθώς η οικονομική ανάπτυξη ανακάμπτει το 2024-2025. Το αποτέλεσμα θα μπορούσε να είναι υψηλότερος ρυθμός αύξησης των μισθών, χαμηλότερη παραγωγικότητα και υψηλότερος πληθωρισμός κόστους εργασίας ανά μονάδα προϊόντος.

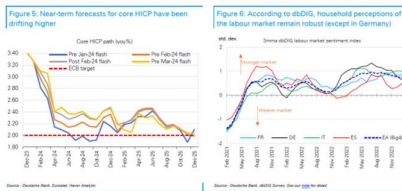
Δεύτερον, η δημοσιονομική πολιτική μπορεί να χαλαρώσει. Η γεωπολιτική αλλάζει και παρά τους νέους δημοσιονομικούς κανόνες, η ΕΕ μπορεί να χρειαστεί να επεκτείνει σημαντικά τις δημόσιες δαπάνες για να εγγυηθεί τη στρατηγική της αυτονομία. Όσο περισσότερο χαλαρώνει ο δημοσιονομικός προσανατολισμός για να διασφαλιστεί ότι η ΕΕ μπορεί να είναι επαρκώς αυτόνομη όσον αφορά την άμυνα, την ενέργεια, την τεχνολογία, τις αλυσίδες εφοδιασμού κ.λπ. τόσο δυσκολεύει την ομαλοποίηση της νομισματικής πολιτικής. Με την πάροδο του χρόνου, το ουδέτερο επιτόκιο μπορεί επίσης να αυξηθεί.

Τρίτον, η Fed θα μπορούσε να γίνει πιο περιοριστική για την ΕΚΤ. Στο βασικό σενάριο βέβαια, η ΕΚΤ έχει σαφή θεμελιώδη μακροοικονομική αιτιολόγηση για να αρχίσει να χαλαρώνει τη νομισματική πολιτική. Ακόμη και αν ανοίξει ένα χάσμα μεταξύ της ΕΚΤ και της Fed και η συναλλαγματική ισοτιμία του ευρώ υποτιμηθεί, το γεγονός ότι η εγχώρια ζήτηση είναι ασθενής και τα περιθώρια έχουν διευρυνθεί θα μπορούσε να περιορίσει τον βαθμό στον οποίο το υψηλότερο κόστος εισαγωγής μετακυλιέται στον πληθωρισμό.

Ωστόσο, όσο περισσότερο αναξοφονείται η ανάπτυξη της ζώνης του ευρώ το δεύτερο εξάμηνο και όσο περισσότερο υλοποιούνται οι ανοδικοί κίνδυνοι για τον πληθωρισμό βραχυπρόθεσμα, τόσο λιγότερο η ΕΚΤ μπορεί να ανεχθεί την αδυναμία του συναλλάγματος και τόσο πιο ευθυγραμμισμένοι θα είναι οι κύκλοι της ΕΚΤ και της Fed.

Ακόμη και αν οι γεωπολιτικές εντάσεις εκτονωθούν ταχύτερα από το αναμενόμενο και περιορίσουν την αμυντική όψη, η Ευρώπη θα μπορούσε να αντιμετωπίσει το δημοσιονομικό κόστος της ανοικοδόμησης της Ουκρανίας νωρίτερα από το αναμενόμενο.

Το τελικό εναλλακτικό σενάριο, λοιπόν κατά την Deutsche Bank, είναι ένας κύκλος χαλάρωσης δύο σταδίων με μια παύση στη μέση. Η Πρόεδρος Lagarde υπονόησε έναν κύκλο δύο σταδίων στη συνέντευξη Τύπου του Μαρτίου: «άρση του περιορισμού» ως πρώτο στάδιο και «κανονικοποίηση» ως δεύτερο στάδιο. Ένας κύκλος χαλάρωσης δύο σταδίων με ενδιάμεση παύση θεωρείται πιθανότητα και στις ΗΠΑ.



### Σενάριο #4 – Ασυνέχεια στον κύκλο χαλάρωσης

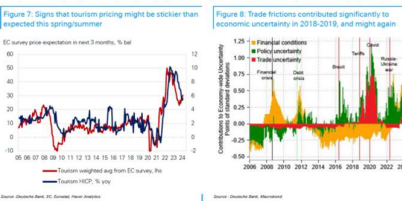
Δεν αποκλείεται να δοθεί μια ασυνέχεια στον κύκλο χαλάρωσης, με υψηλό βαθμό αβεβαιότητας. Αυτό μπορεί να συμβεί για διαφορετικούς λόγους, κατά την Deutsche Bank.

Πρώτον, το «τελευταίο μίλι» του απληθωρισμού μπορεί να διαρκέσει λίγο περισσότερο από όσο αναμένει η ΕΚΤ επί του παρόντος. Υπάρχει μια αίσθηση ισχυρής συναίνεσης του Διοικητικού Συμβουλίου για την έναρξη μείωσης των επιτοκίων τον Ιούνιο.

Ο πληθωρισμός φαίνεται όλο και πιο πιθανό να ευθυγραμμιστεί με τον στόχο του 2% το 2025-2026. Ωστόσο, τα στοιχεία Ιανουαρίου/Φεβρουαρίου δείχνουν κάποια σταθερότητα στον πληθωρισμό. Αυτό μπορεί να είναι συγκυριακό και να μην συνεχιστεί. Ωστόσο, εάν συνεχιστούν οι ανοδικές εκπλήξεις, μπορεί να πειστεί η ΕΚΤ ότι μόνο μερική χαλάρωση της αυστηρής νομισματικής πολιτικής δικαιολογείται. Ως εκ τούτου, ο κύκλος χαλάρωσης θα μπορούσε να ακολουθήσει μια διαδρομή πολλών περικοπών ακολουθούμενη από μια παύση ακολουθούμενη από περαιτέρω περικοπές. Το δεύτερο στάδιο χαλάρωσης θα μπορούσε να είναι πιο αργό από το πρώτο εάν η ΕΚΤ είναι αβέβαιη σχετικά με το ουδέτερο επιτόκιο.

Δεύτερον, μπορεί να συμβεί ένα εξωγενές γεγονός για να σταματήσει προσωρινά η πλήρης ομαλοποίηση της πολιτικής. Ένα πιθανό γεγονός θα μπορούσε να είναι οι προεδρικές εκλογές των ΗΠΑ στο τέλος του έτους. Μπορεί να χρειαστεί λίγος χρόνος για να κατανοήσουμε τις επιπτώσεις, θολώνοντας τις οικονομικές προοπτικές και δημιουργώντας τις προϋποθέσεις για μια κατάρα στα μέσα του κύκλου.

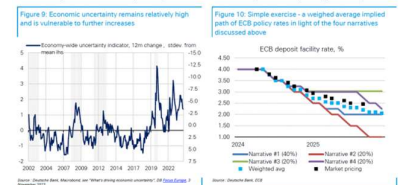
Εάν η ΕΚΤ μειώσει κατά περίπου 100 μονάδες βάσης μέχρι τις εκλογές, ο δρόμος για περαιτέρω περικοπές μπορεί να είναι λιγότερο ξεκάθαρος σε κάθε περίπτωση.



### Τι σημαίνει η χαμηλή ορατότητα

Υπάρχουν ανοδικοί και καθοδικοί κίνδυνοι γύρω από την πρόβλεψη της Deutsche Bank για το τελικό επιτόκιο 2%. Συνολικά, η γερμανική τράπεζα βλέπει τους κινδύνους να στρέφονται προς τα πάνω.

Βραχυπρόθεσμα, ο πληθωρισμός των υπηρεσιών είναι πιο επίμονος και αν συνεχιστεί αυτό, θα μπορούσε να μεταφραστεί σε έναν πιο προσεκτικό κύκλο χαλάρωσης της ΕΚΤ το 2024. Αντί να περικόψει και τις πέντε συνεδριάσεις από τον Ιούνιο, η ΕΚΤ θα μπορούσε να παραλείψει μία ή και δύο.



Επιπλέον, η δημοσιονομική αusterοποίηση που συνεπάγονται οι δημοσιονομικοί κανόνες θα μπορούσε να θυσιαστεί σε μια όψη για μεγαλύτερη στρατηγική αυτονομία της ΕΕ.



## Υπό: Οι αποδόσεις των μετοχών του ΓΔ σε σχέση με πέρσι τέτοια εποχή

ΓΔ	
Μετοχή	Απόδοση 52εβδομάδων
INKAT	228,83%
ΑΒΑΣ	110,13%
ΕΝΤΕΡ	105,22%
ΙΝΤΚΑ	103,80%
ΠΕΙΡ	99,08%
ΣΕΝΕΡ	87,80%
ΚΡΙ	84,78%
ΤΙΤΣ	84,56%
ΣΑΡ	76,45%
ΑΡΑΙΓ	72,13%
ΕΤΕ	68,48%
ΙΝΤΕΚ	61,79%
ΠΡΟΦ	60,36%
ΔΕΗ	52,34%
ΚΕΚΡ	50,29%
ΑΛΦΑ	49,24%
ΓΕΚΤΕΡΝΑ	48,84%
ΕΥΡΩΒ	47,27%
ΟΛΥΜΠ	43,63%
ΜΥΤΙΛ	43,36%
ΟΛΠ	42,64%
ΠΕΤΡΟ	42,38%
ΜΠΕΛΑ	36,77%
ΒΙΟ	36,10%
ΕΧΑΕ	35,64%
ΙΝΛΙΦ	34,62%
ΑΔΜΗΕ	34,24%
ΑΛΜΥ	26,98%
ΕΛΧΑ	26,43%
ΕΛΛΑΚΤΩΡ	25,48%
ΣΠΕΙΣ	23,44%
ΜΟΗ	22,81%
ΕΠΣΙΛ	21,98%
ΦΡΑΚ	20,90%
ΛΑΜΔΑ	19,98%
ΕΛΠΕ	17,88%
ΙΑΤΡ	17,05%
ΕΕΕ	16,72%
ΚΟΥΣΣ	16,30%
ΟΠΑΠ	11,08%
ΟΤΟΕΛ	10,15%
ΜΟΤΟ	8,71%
ΛΟΥΛΗ	8,11%
ΕΥΑΠΣ	4,79%
ΔΑΑ	4,56%
ΜΠΡΙΚ	3,17%
ΠΡΕΜΙΑ	3,11%
ΟΤΕ	2,75%
ΙΝΤΕΡΚΟ	2,31%
ΠΑΠ	1,28%
ΕΛΙΤΡ	1,16%
ΠΛΑΘ	-0,36%
ΠΛΑΚΡ	-1,25%
ΤΕΝΕΡΓ	-2,50%
ΙΚΤΙΝ	-8,61%
ΕΛΤΟΝ	-10,13%
ΦΛΕΣΟ	-10,56%
ΕΥΔΑΠ	-10,62%
ΟΛΟ	-15,38%
ΜΙΓ	-36,71%
ΓΔ	37,67%
FTSE 25	37,05%
Τραπεζικός Δείκτης	60,77%

Πηγή: Καραμάνωφ Χρηματοπιστηριακή