

Η δυναμική που έχει επιδείξει το τελευταίο χρονικό διάστημα η μετοχική κατηγορία οφείλεται εκτός της ισχυρής εταιρικής κερδοφορίας και στην προσδοκία ότι κύριες Κεντρικές Τράπεζες θα αρχίσουν να μειώνουν τα επιτόκια. Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής ευνοεί συγκεκριμένους κλάδους, ευαίσθητους στις μεταβολές των επιτοκίων και βελτιώνει τις αποτιμήσεις των εταιρειών. Η αγορά ωστόσο, είχε σπεύσει και πέρυσι το καλοκαίρι να προεξοφλήσει μειώσεις επιτοκίων αλλά η επίμονη φύση του πληθωρισμού (ιδιαίτερα ορισμένων συνιστωσών του) και η πρόθεση των Κεντρικών Τραπεζών να μην προβούν σε πρόωρη χαλάρωση της πολιτικής τους, διέφευσαν τις προσδοκίες των επενδυτών. **Οι ευμετάβλητες εκτιμήσεις της αγοράς αποτελούν κύριο παράγοντα μεταβλητότητας για το επόμενο χρονικό διάστημα. Η πεποίθηση της αγοράς είναι ότι η οικονομία οδεύει σε «ομαλή προσγείωση».** Αυτό σημαίνει ότι έπειτα από τις στρεβλώσεις που ακολούθησαν την περίοδο της πανδημίας με την εκτόξευση του πληθωρισμού, η οικονομία θα αποφύγει την ανώμαλη προσγείωση και παράλληλα θα συνεχιστεί η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού. Αξιωματούχοι της Fed επισημαίνουν τον κίνδυνο πρόωρης νομισματικής χαλάρωσης, καθώς η ιστορία έχει αποδείξει ότι ο πληθωρισμός μπορεί να αναζωπυρωθεί και να τεθεί εκτός στόχων ιδιαίτερα στο τρέχον σύνθετο γεωπολιτικό περιβάλλον.

Αν υποθέσουμε ότι οι απόψεις των συμμετεχόντων στην αγορά επαληθευτούν, εξετάζουμε τις επιπτώσεις που θα έχουν σε κύριες επενδυτικές κατηγορίες. Εξετάζοντας τις περιπτώσεις που η Fed προέβη σε μειώσεις των επιτοκίων από το 1974 και μετά καταλήγουμε σε χρήσιμα συμπεράσματα. **Η Fed συνολικά προέβη σε 11 περιπτώσεις σε μειώσεις επιτοκίων, εκ των οποίων στις επτά συνδυάστηκαν με ύφεση της αμερικανικής οικονομίας, ενώ στις υπόλοιπες τέσσερις η οικονομία απέφυγε την ύφεση.** Συνήθως οι μειώσεις επιτοκίων γίνονται με κίνητρο να στηριχθεί η οικονομία, ωστόσο υπάρχουν φορές που έχουν συμβεί ως απόρροια της μείωσης του πληθωρισμού, καθώς η αποκλιμάκωσή του δεν δικαιολογούσε αυστηρές χρηματοπιστωτικές συνθήκες για παρατεταμένο χρονικό διάστημα. Η Fed συνήθως προβαίνει σε επιθετικές μειώσεις επιτοκίων προκειμένου να στηρίξει την οικονομία. **Η αγορά τιμολογεί ότι το τρέχον έτος θα πραγματοποιηθούν περίπου τέσσερις μειώσεις επιτοκίων.** Ιστορικά σε περιπτώσεις ύφεσης της οικονομίας η περίοδος των μειώσεων των επιτοκίων διαρκεί αρκετούς μήνες ενώ σε περιπτώσεις που έχει αποφευχθεί η ύφεση ο καθοδικός κύκλος των επιτοκίων ολοκληρώνεται σε σύντομο χρονικό διάστημα. **Στο βασικό σενάριο που η οικονομία δεν θα οδηγηθεί σε ύφεση, η Fed αναμένεται να ολοκληρώσει τον κύκλο μειώσεων των επιτοκίων σε ορίζοντα μικρότερο του έτους.**

**Περιπτώσεις μειώσεων επιτοκίων Fed από το 1974**

Μήνας έναρξης μειώσεων επιτοκίων	Μήνας ολοκλήρωσης μειώσεων	Μήνες μειώσεων	Αρχικό επιτόκιο	Τελικό επιτόκιο	Αριθμός μειώσεων επιτοκίων (κατά 0,25%)	Ύφεση οικονομίας ΗΠΑ
Jul-74	Apr-75	10	13.00%	5.25%	31	Ναι
Apr-80	Jun-80	3	20.00%	9.50%	42	Ναι
Jan-81	Dec-82	24	20.00%	8.50%	46	Ναι
Oct-84	May-85	8	11.75%	7.75%	16	Όχι
Oct-87	Feb-88	4	7.25%	6.50%	3	Όχι
Jun-89	Sep-92	40	9.75%	3.00%	27	Ναι
Jul-95	Jan-96	7	6.00%	5.25%	3	Όχι
Sep-98	Nov-98	2	5.50%	4.75%	3	Όχι
Jan-01	Jun-03	30	6.50%	1.00%	22	Ναι
Sep-07	Dec-08	16	5.25%	0.25%	20	Ναι
Jul-19	Mar-20	8	2.50%	0.25%	9	Ναι

Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

**Τα στοιχεία για την αγορά εργασίας τα οποία καταδεικνύουν ισχυρές αντοχές** αποτελούν το κυριότερο επιχείρημα όσων θεωρούν ότι η οικονομία δεν θα υποστεί σοβαρές επιπτώσεις από την παρατεταμένη αusterοποίηση των χρηματοπιστωτικών συνθηκών. **Ωστόσο, επιφυλάξεις σχετικά με τη διατηρησιμότητα των πολύ υψηλών κερδών ιδιαίτερα του τεχνολογικού κλάδου, η αύξηση των αθετήσεων πληρωμών στις ΗΠΑ και η δυσκολία εκτίμησης των επιπτώσεων των αυξήσεων επιτοκίων στην οικονομία εξαιτίας των ακραίων στρεβλώσεων που ακολούθησαν την πανδημία δημιουργούν πηγές αβεβαιότητας.**

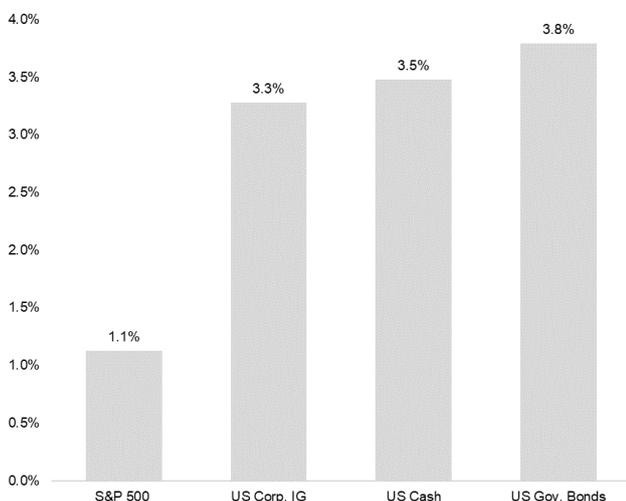
Το ουδέτερο επιτόκιο σε μια οικονομία ορίζεται ως το ύψος του βραχυπρόθεσμου επιτοκίου στο οποίο δεν προκαλείται αστάθεια λόγω νομισματικής σύσφιγξης και ταυτόχρονα δεν δημιουργούνται συνθήκες υπερθέρμανσης της οικονομίας, με τον πληθωρισμό να διατηρείται ελεγχόμενος μακροπρόθεσμα. Οι Κεντρικές Τράπεζες επιθυμούν το ισχύον επιτόκιο να προσαρμοστεί μακροπρόθεσμα κοντά στο ουδέτερο. Αν η οικονομία λειτουργεί χαμηλότερα του δυναμικού ρυθμού ανάπτυξης, τότε τα επιτόκια θα διαμορφώνονται κατώτερα του ουδέτερου επιτοκίου με σκοπό να τονωθεί η οικονομία. Σε περιβάλλον αυξημένου πληθωρισμού όπως το τρέχον, τα επιτόκια θα πρέπει να διαμορφώνονται σε υψηλότερα επίπεδα του ουδέτερου προκειμένου να βοηθήσουν την τάση αποκλιμάκωσής του. **Στην περίπτωση της οικονομίας των ΗΠΑ οι συγκλίνουσες εκτιμήσεις για το ύψος του ουδέτερου επιτοκίου διαμορφώνονται περί το 3,5%. Αυτό σημαίνει ότι η Fed έχει το περιθώριο να μειώσει τα επιτόκια περί τις 200 μ.β. χωρίς να δημιουργήσει συνθήκες υπερθέρμανσης της οικονομίας.**

**Τόσο στις περιπτώσεις που σημειώθηκε ύφεση όσο και σε όσες αποφεύχθηκε, τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα υπεραπέδωσαν έναντι των μετρητών.** Από το 1974 και μετά στις έντεκα περιπτώσεις έναρξης μειώσεων των επιτοκίων από τη Fed, η μέση εξαμηνιαία συνολική απόδοση των κρατικών ομολόγων ήταν υψηλότερη των μετρητών τόσο σε περιπτώσεις ύφεσης της οικονομίας όσο και σε περιπτώσεις που η οικονομία απέφυγε την ύφεση. Τα ομόλογα επωφελούνται από τις μειώσεις των επιτοκίων λόγω της κεφαλαιακής υπεραξίας που θα παρουσιάσουν, ενώ στα προϊόντα χρηματαγοράς τα επιτόκια κατά τη διάρκεια των μειώσεων επιτοκίων προσαρμόζεται χαμηλότερα. Παράλληλα, **τα εταιρικά ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας παρουσίασαν ικανοποιητική συνολική απόδοση έξι μήνες μετά την αρχή του κύκλου μείωσης των επιτοκίων τόσο σε περιπτώσεις ύφεσης όσο και αποφυγής της.**

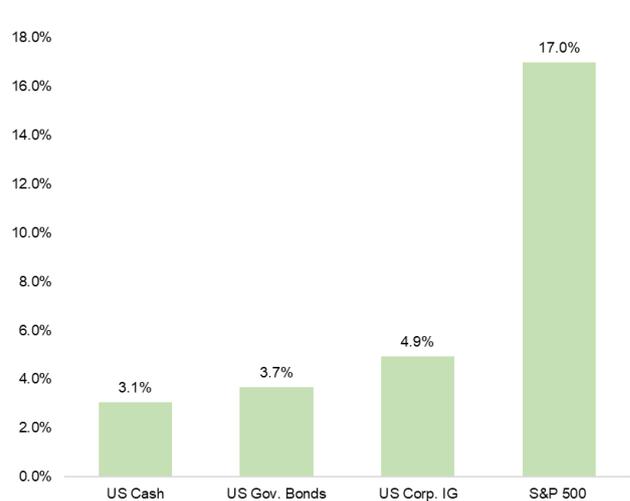
**Στις περιπτώσεις που η ύφεση αποφεύχθηκε, οι μετοχές ήταν η επενδυτική κατηγορία που υπεραπέδωσε σε διάστημα έξι μηνών από την αρχή μείωσης των επιτοκίων.** Η διαπίστωση αυτή με βάση την ιστορικότητα σε συνδυασμό με την πεποίθηση της αγοράς για επιβεβαίωση του σεναρίου ομαλής προσγείωσης εξηγούν την υπεραπόδοση της μετοχικής κατηγορίας την τρέχουσα χρονική περίοδο.

#### Μέση εξαμηνιαία συνολική απόδοση επενδυτικών κατηγοριών σε περιπτώσεις μειώσεων επιτοκίων της Fed

Περιπτώσεις που συνδυάστηκαν με ύφεση της οικονομίας



Περιπτώσεις που δεν συνδυάστηκαν με ύφεση της οικονομίας



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

## Συμπεράσματα

Η μεταβλητότητα στις αγορές αναμένεται αυξημένη και το τρέχον έτος, καθώς οι εκτιμήσεις για τον ρυθμό μειώσεων των επιτοκίων μεταβάλλονται. Η προθεσμιακή αγορά τα προηγούμενα έτη δεν κατάφερε με επιτυχία να προβλέψει την πορεία των επιτοκίων της Fed. Η προοπτική του πληθωρισμού αναμένεται να επηρεάσει σημαντικά την πορεία των επιτοκίων. Μετά την ανακοίνωση των στοιχείων για τον πληθωρισμό Ιανουαρίου στις ΗΠΑ, η προθεσμιακή αγορά προσάρμοσε χαμηλότερα τις εκτιμήσεις για τον αριθμό των μειώσεων επιτοκίων μέσα στο έτος. Η αγορά πλέον τιμολογεί 3,7 μειώσεις επιτοκίων κατά 0,25% μέσα στο έτος, ενώ στα τέλη του 2023 εκτιμούσε 6,3 μειώσεις. **Κατά την εκτίμησή μας, σε περίπτωση που συνεχιστεί η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού, η Fed θα ξεκινήσει τις μειώσεις επιτοκίων στη σύσκεψη του Ιουνίου με τον συνολικό αριθμό των μειώσεων να είναι περίπου τέσσερις.** Το ανωτέρω σενάριο, θα μπορούσε να μην επιβεβαιωθεί σε περίπτωση περαιτέρω κλιμάκωσης των γεωπολιτικών εντάσεων και εκ νέου ενίσχυσης του πληθωρισμού. Αξίζει να αναφέρουμε ότι το τρέχον επιτόκιο (άνω εύρος 5,50%) διαμορφώνεται σημαντικά υψηλότερα του εκτιμώμενου ουδέτερου επιτοκίου (περί το 3,50%). Συνεπώς, σε περίπτωση που ο πληθωρισμός επιστρέψει στον στόχο, η Fed έχει περιθώριο να μειώσει το επιτόκιο περί τις 200 μ.β. χωρίς να δημιουργεί συνθήκες υπερθέρμανσης της οικονομίας.

Το βασικό σενάριο για την οικονομία θεωρούμε ότι είναι της ομαλής προσγείωσης, καθώς η αγορά εργασίας στις ΗΠΑ παραμένει ισχυρή και ο τομέας υπηρεσιών συνεχίζει να επιδεικνύει αντοχές. Από το 1974 η Fed έχει μειώσει τα επιτόκιά της έντεκα φορές, εκ των οποίων οι επτά συνδυάστηκαν με ύφεση της οικονομίας, ενώ στις υπόλοιπες τέσσερις περιπτώσεις όχι. Μετά την έναρξη των μειώσεων επιτοκίων, έχει ενδιαφέρον να παρατηρήσουμε τη συμπεριφορά των βασικών επενδυτικών κατηγοριών. **Οι συνολικές αποδόσεις των κρατικών ομολόγων είναι υψηλότερες των μέσων χρηματαγοράς, τόσο σε περιπτώσεις που η οικονομία εισήλθε σε ύφεση όσο και στις περιπτώσεις που η οικονομία απέφυγε την ύφεση. Στο σενάριο της ομαλής προσγείωσης της οικονομίας, τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης παρουσιάζουν καλύτερες συνολικές αποδόσεις συγκριτικά με τα κρατικά ομόλογα.** Τα εταιρικά ομόλογα επενδυτικής διαβάθμισης παρουσιάζουν ικανοποιητική απόδοση τόσο στο σενάριο της ύφεσης της οικονομίας όσο και στο σενάριο που η οικονομία δεν εισέρχεται σε ύφεση. Οι τοποθετήσεις σε μετοχές φαίνεται να είναι η καλύτερη επενδυτική επιλογή σε περίπτωση που μειώνονται τα επιτόκια ενώ η οικονομία δεν εισέρχεται σε ύφεση. Ωστόσο, στο εναλλακτικό σενάριο της ανώμαλης προσγείωσης οι μετοχικές αγορές θα υποαποδόσουν, καθώς η αποτίμησή τους δεν είναι ελκυστική και οι εκτιμήσεις για την πορεία της κερδοφορίας θα αναθεωρηθούν χαμηλότερα.

### Flashnote

210-3268410

marketanalysis@alpha.gr

Κων/νος Αναθρεπτάκης, CFA

konstantinos.anathreptakis@alpha.gr

Μαρία Κουτουζή

maria.koutouzi@alpha.gr

Ιωάννης Κουραβέλος, CFA

ioannis.kouravelos@alpha.gr

Νικόλαος Σακαρέλης

nikolaos.sakarelis@alpha.gr

Πήτρα Αποποίησης Ευθύνης: Οι απόψεις, τιμές, ποσά ή/και επιτόκια καθώς και κάθε προφορική ή γραπτή ανάλυση είναι ενδεικτικές, αντανακλούν καλόπιστα γενόμενες παραδοχές και εκτιμήσεις μας, όπως και τη διαθέσιμη σε μας πληροφόρηση για τα σχετικά δεδομένα της αγοράς, δεν θεωρούνται πλήρεις και ακριβείς, έχουν δε αποκλειστικά και μόνο ενημερωτικό χαρακτήρα και δεν συνιστούν σε καμία περίπτωση προτροπή ή συμβουλή για πραγματοποίηση οποιασδήποτε συναλλαγής. Περαιτέρω, κανένα από τα δεδομένα που αναφέρονται στο παρόν δεν συνιστούν εγγύηση ή ένδειξη για τη μελλοντική απόδοση οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου, ιστιμίας νομίσματος ή άλλου εμπορικού ή οικονομικού παράγοντα, οι προηγούμενες δε αποδόσεις δεν είναι ενδεικτικές των μελλοντικών. Τα δεδομένα, που παρατίθενται για πληροφοριακούς και μόνο λόγους, έχουν ληφθεί από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες και έχει καταβληθεί κάθε δυνατή επιμέλεια για την ορθή επεξεργασία τους. Ωστόσο τα δεδομένα δεν έχουν επαληθευτεί από την Τράπεζα και δεν παρέχεται καμία εγγύηση, ρητή ή σιωπηρή, για την ακρίβεια, πληρότητα ή εγκυρότητά τους. Ως εκ τούτου, δεν παρέχουμε οποιαδήποτε διαβεβαίωση, ότι οι παραδοχές και εκτιμήσεις μας είναι οι μόνες σωστές, ή ότι η διαθέσιμη σε μας πληροφόρηση είναι πλήρης και ακριβής. Οι απόψεις που διατυπώνονται ισχύουν κατά τη χρονική στιγμή έκδοσης του εντύπου, αποτελούν προσωπικές απόψεις των αντίστοιχων αναλυτών και υπόκεινται σε αναθεώρηση χωρίς οποιαδήποτε προειδοποίηση. Κάθε επενδυτική απόφαση πρέπει να λαμβάνεται με ίδια κρίση του επενδυτή και να βασίζεται σε προσωπική ενημέρωση και αξιολόγηση του αναλαμβανόμενου κινδύνου από δικούς του ανεξάρτητους συμβούλους, ιδιαίτερος όσον αφορά θέματα οικονομικής, νομικής, φορολογικής, λογιστικής ή κανονιστικής φύσεως. Η Alpha Bank δεν παρέχει (άμεσα ή έμμεσα) συμβουλευτικές υπηρεσίες, παρά μόνον κατόπιν ρητής έγγραφης συμφωνίας παροχής συμβουλευτικών υπηρεσιών, τόσο δε η Τράπεζα όσο και οι διευθυντές, τα στελέχη και οι εργαζόμενοι σε αυτή δεν φέρουν καμία ευθύνη για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση απώλεια ή ζημία που μπορεί να προκύψει από τη χρήση του παρόντος εντύπου. Η παρούσα ανάλυση δεν συνιστά έρευνα στον τομέα των επενδύσεων κατά την έννοια της ισχύουσας νομοθεσίας και ως εκ τούτου δεν έχει συνταχθεί σύμφωνα ούτε τηρεί τις απαιτήσεις του νόμου για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων. Εάν έχετε λάβει το παρόν μήνυμα εκ παραδρομής ή δεν είστε ο παραλήπτης στον οποίο απευθύνεται δεν πρέπει, αμέσως ή εμμέσως να χρησιμοποιήσετε, αναπαραγάγετε, τυπώσετε, διανείμετε ή αντιγράψετε μέρος ή το σύνολο αυτού ή συνημμένα σε αυτό έγγραφα. Απαγορεύεται η αναπαραγωγή, αντιγραφή, επανεκτύπωση ή μετάδοση του παρόντος εντύπου για οποιοδήποτε σκοπό, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια του εκδότη.