

## Η Οπτική μας για το 2024

Η γρήγορη αποκλιμάκωση των επιτοκίων που ευνοεί τις τοποθετήσεις στα Ελληνικά εταιρικά ομόλογα καθώς και η διατήρηση την ανοδικής κίνησης των Ελληνικών μετοχών λόγω κυρίως των ευνοϊκότερων αναπτυξιακών προοπτικών που έχουμε το 2024 σε σχέση με την υπόλοιπη Ευρώπη, αποτελούν το βασικό μας σενάριο.

Πρόσκαιρα η μεγάλη εικόνα μπορεί να διαστρεβλώνεται:

-Οι δύο πόλεμοι, η συνεχιζόμενη στήριξη των τιμών του πετρελαίου από τις αποφάσεις για μειωμένη παραγωγή του OPEC+, τα προβλήματα της διώρυγας του Παναμά και η αύξηση των αποστάσεων που επιφέρει, η αλλαγή πολιτικής zero-Covid στην Κίνα δεν ήταν αρκετά για να ανεβάσουν το ενεργειακό κόστος. Το πετρέλαιο θα καταφέρει να κινηθεί στη μωβ περιοχή (\$75~\$80 το βαρέλι), χωρίς τις υπερβολικές τιμές του 2022. Η ειρωνεία βεβαίως είναι ότι το παρόν γράφεται σε μία εβδομάδα έντονης ανοδικής κίνησης που αποδίδεται στη πρόσφατη αύξηση επεισοδίων πειρατείας έξω από την Υεμένη και στην καθυστέρηση επανάκτησης του ελέγχου της περιοχής. Πάντως την ίδια στιγμή, οι τιμές του φυσικού αερίου κινούνται καθοδικά με τις Ευρωπαϊκές αποθήκες να είναι γεμάτες (88% πληρότητα στα μέσα Δεκεμβρίου είναι εντυπωσιακό).



Status on 19/12/2023 at 6AM CEST

2023-12-18

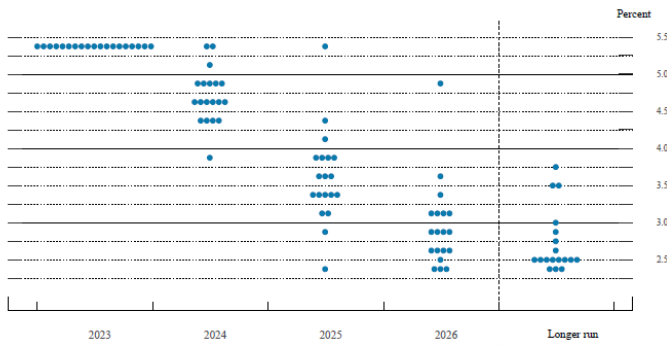
| Name                           | Gas in storage TWh | Full % | Trend % |
|--------------------------------|--------------------|--------|---------|
| + EU                           | 1007.0036          | 88.35  | -0.34 ▼ |
| - Non-EU                       | 104.8262           | 31.69  | -0.19 ▼ |
| + Serbia                       |                    |        |         |
| + Ukraine                      | 97.2521            | 30.30  | -0.25 ▼ |
| + United Kingdom (Post-Brexit) | 7.5741             | 76.79  | 1.90 ▲  |

<https://agsi.gie.eu>

-ο πληθωρισμός των Η.Π.Α. δεν κατάφερε να μείνει στο επίπεδα του 2.07% που έφτασε για λίγες εβδομάδες τον Ιούνιο. Το Νοέμβριο το CPI ήταν στο 3.1% και είναι πιθανό να ανέβει κι άλλο καθώς θα σταματήσει να συγκρίνεται με τις υπερβολές του 2022. Παρομοίως ελαφρώς ανοδικά από το 2.4% του Νοεμβρίου, είναι πιθανό να εμφανιστούν τα νούμερα του πληθωρισμού στην Ευρώπη.

Παρά τα παραπάνω, η μεγάλη εικόνα είναι ότι ο ήπιος χειμώνας παραμένει σημαντικότερος παράγοντας πληθωριστικής (τουλάχιστον ενεργειακής) αποκλιμάκωσης, το τρέχον ύψος επιτοκίων λειτουργεί αρκούντως περιοριστικά, και ο πληθωρισμός θα κινηθεί τελικά χαμηλότερα. Τιμολογώντας τα ανωτέρω, οι αγορές κρατικών ομολόγων υπολογίζουν -175bps από την ECB και -150bps από τη FED

Figure 2. FOMC participants' assessments of appropriate monetary policy: Midpoint of target range or target level for the federal funds rate



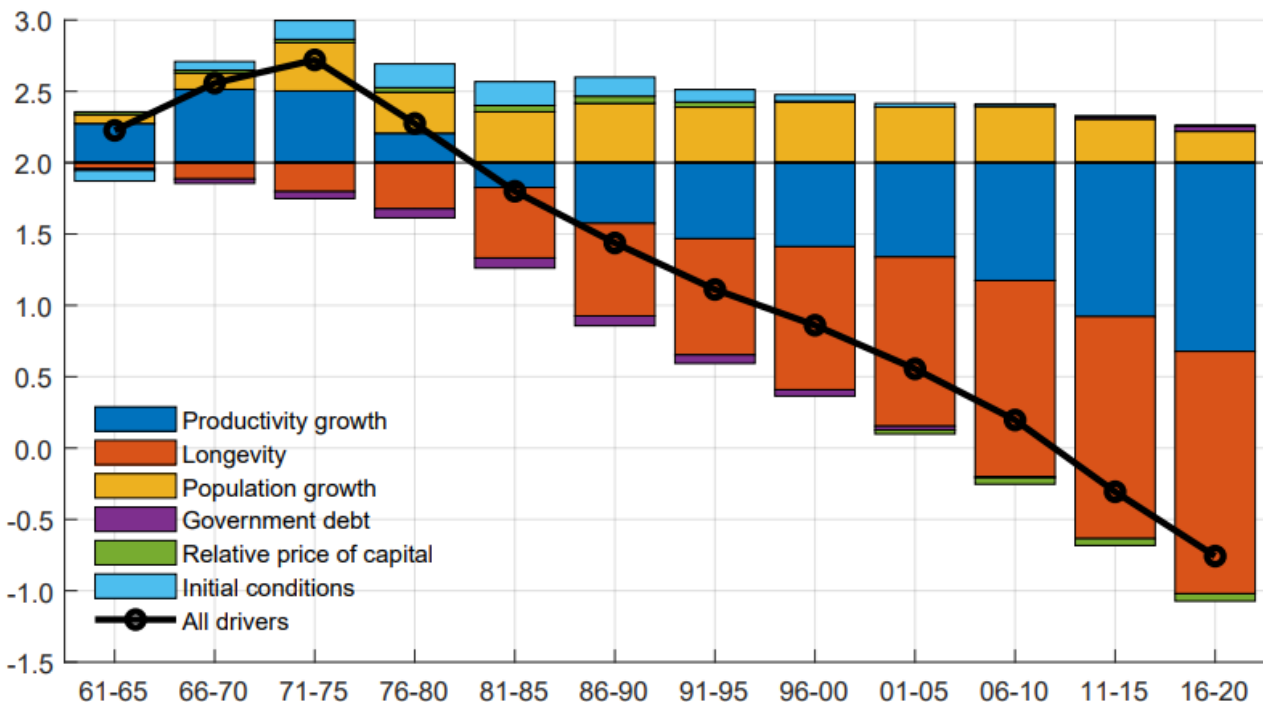
μέσα στο 2024. Στα press conferences του Δεκεμβρίου, η FED επιβεβαίωσε σε καλό βαθμό τις αγορές, εμφανίζοντας ένα dot plot που δείχνει το επιτόκιο στο τέλος του 2024 -100bps από τα τρέχοντα επίπεδα. Η ECB όμως, που δεν παρουσιάζει σε αυτό το format τις συζητήσεις των μελών της, διατήρησε δια στόματος Lagarde τη ρητορική ότι βασικός στόχος παραμένει η μείωση του πληθωρισμού, ότι οι μειούμενες εκτιμήσεις προϋποθέτουν την τωρινή περιοριστική πολιτική και ότι δεν έχουν κάνει

καμία συζήτηση για μείωση επιτοκίων.

Από το “higher for longer” που επικράτησε το 2023, είμαστε στη φάση που το “higher” αντιμετωπίζεται ως μία αναγκαία υποσημείωση στην οποία κανείς δεν δίνει σημασία. Το διακύβευμα είναι το “for how much longer” θα διατηρηθούν τα τρέχοντα επίπεδα επιτοκίων. Στην λογική ότι το  $r^*$  είναι το πολύ 2.5% για την Αμερική (250bps μακριά από τα τωρινά restrictive επίπεδα) και το πολύ 1.7% για την Ευρώπη (280bps κάτω από το σημερινό 4.5%) θεωρούμε ότι όποτε θα αποφασιστεί εντός του 2024 να γυρίσει η νομισματική πολιτική σε ουδέτερη, η μείωση των επιτοκίων θα γίνει απότομα. Μέχρι λοιπόν να αποφασίσει η ECB να αλλάξει αφήγημα, όσο θα συνεχίσουμε να βλέπουμε το M3 της Ευρώπης σε αρνητικά επίπεδα ή την Γερμανική ατμομηχανή να μην ανακάμπτει, η επιθετική ρητορική που δείχνει πιθανό να διατηρηθεί για τα επόμενα δύο meetings θα έχει μικρή σημασία.

### Decomposition of the drivers of Global $R^*$

<https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2022/decomposing-the-drivers-of-global-r-star.pdf>



Το 2020, υπήρχε συζήτηση για το κατά πόσο το  $r^*$  στις ΗΠΑ, το ουδέτερο δηλαδή επιτόκιο που δεν είναι ούτε restrictive ούτε accommodative, είναι κάτω από το 0%. Όταν σε μελέτη της BOE για 31 χώρες, τα κυριότερα χαρακτηριστικά του  $r^*$  είναι η αργά κινούμενη παραγωγικότητα, η μακροζωία και η πληθυσμιακή αύξηση, είναι ασφαλές να θεωρήσουμε ότι το  $r^*$  σήμερα είναι μικρότερο του 2.5% που είναι το τελευταίο longer run rate των μελών της FED

**Στρέφοντας την προσοχή μας στην Ελλάδα**, θυμίζουμε πως πέρσι το Δεκέμβριο η αγορά προβληματιζόταν με το πολιτικό ρίσκο των επερχόμενων εκλογών σε Ελλάδα και Τουρκία. Στην Ελλάδα το ενδεχόμενο ακυβερνησίας ειδικότερα μετά τις αποκαλύψεις των παρακολουθήσεων ήταν υπαρκτό, ενώ αντιμετωπιζόταν και η πιθανότητα να υπάρξει θερμό επεισόδιο με την Τουρκία, που θα βοηθούσε την πολιτικό κεφάλαιο του Ερντογάν. Οι εκλογές και στις δύο χώρες είναι πλέον πίσω μας, διανύουμε μακρά περίοδο μηδενικών παραβιάσεων στο Αιγαίο, και οι επενδυτικοί οίκοι έχουν προχωρήσει στην αναβάθμιση της πιστοληπτικής μας ικανότητας. Η πορεία των κρατικών Ελληνικών ομολόγων είναι πραγματικά εντυπωσιακή.

| Description        | S&P                     | Moody's               | Fitch                  | DBRS                       |
|--------------------|-------------------------|-----------------------|------------------------|----------------------------|
| Lower Medium Grade | BBB+                    | Baa1                  | BBB+                   | BBB(high)                  |
|                    | BBB                     | Baa2                  | BBB                    | BBB                        |
|                    | <b>BBB-</b><br>25/10/23 | Baa3                  | <b>BBB-</b><br>1/12/23 | <b>BBB(low)</b><br>11/9/23 |
| Speculative        | BB+                     | <b>Ba1</b><br>18/9/23 | BB+                    | BB(high)<br>21/3/22        |
|                    | BB<br>25/4/21           | Ba2                   | BB<br>25/1/20          | BB                         |
|                    | BB-                     | Ba3<br>7/11/20        | BB-                    | BB(low)<br>20/9/21         |
|                    |                         |                       |                        |                            |

Το 2024 το διακύβευμα είναι πόσο γρήγορα θα καταφέρει η Ελληνική οικονομία να απορροφήσει τα εγκεκριμένα Ευρωπαϊκά κονδύλια ή το κατά πόσο οι προσφυγές, η αργή απονομή δικαιοσύνης, οι καθυστερήσεις στις απαραίτητες διοικητικές αποφάσεις θα σπαταλήσουν αυτή τη μοναδική ευκαιρία ανάπτυξης. Οι φετινές προβλέψεις για το ρυθμό του Ελληνικού ΑΕΠ είναι: 3.0% στον προϋπολογισμό, 2.5% στην έκθεση της Τράπεζας της Ελλάδος, 2.3% αναμένει η EU Commission, 1,97% το IMF, 1,9% ο OECD, 2.6% ο Economist. Οι αντίστοιχες περσινές τους προβλέψεις για το 2023, που πάει να κλείσει στο 2.1% ήταν: 5,6% στον προϋπολογισμό, 1.0% η EU Commission, 2.6% το IMF, 1.6% ο OECD και 0,6% ο Economist. Το σημαντικό είναι ότι όλες οι προβλέψεις δείχνουν ρυθμούς ανάπτυξης μεγαλύτερους από αυτό των χωρών με τις οποίες συγκρινόμαστε.

Η Ευρώπη αναγκάζεται μετά τη Ρωσική εισβολή να επαναπροσδιορίσει την ενεργειακή της πολιτική. Η πιθανή επανεκλογή του Trump το Νοέμβριο θα εντείνει και την ανάγκη νέας αμυντικής πολιτικής. Στον ίδιο χρόνο η Ελλάδα, χώρα που για καιρό δαπανά σημαντικό μέρος του ΑΕΠ της σε εξοπλιστικά προγράμματα και ήδη έχει πετύχει να μετατραπεί σε εξαγωγέας ενέργειας, είναι ένα growth case στις αρχές ανοδικού κύκλου στους τομείς της ενεργείας, των υποδομών, της πληροφορικής και του τουρισμού.



## Top picks για το 2024

Εκτός από τοποθετήσεις σε Ελληνικά εταιρικά ομόλογα οι οποίες θεωρούμε ότι μέσα στο 2024 θα δικαιωθούν παρουσιάζουμε παρακάτω σε μορφή πίνακα τις τρέχουσες τιμές των μετοχών που παρακολουθούμε σε σχέση με τις δίκαιες τιμές που υπολογίζουμε.

Ο συνδυασμός των κριτηρίων φέρνει ψηλά την Coca Colla HBC, τον ΟΤΕ, τον ΟΠΑΠ, τον Τιτάν, την Autohellas, την EpsilonNet, την Profile, και τη Μοτοδυναμική. Επίσης ενδιαφέρον παρουσιάζει η περίπτωση της Aegean παρά τους προβληματισμούς που αναζωπύρωσαν τα τεχνικά προβλήματα των κινητήρων.

|                  | Close Price<br>20/12/23 | Market Cap<br>(Million€) | Divident Yield (%) | Target Price | Potential |
|------------------|-------------------------|--------------------------|--------------------|--------------|-----------|
| Coca Cola HBC AG | 26.45 €                 | 9,720                    | 2.95%              | 30.00 €      | 13.42%    |
| ΟΤΕ              | 12.67 €                 | 5,401                    | 6.16%              | 16.14 €      | 27.39%    |
| ΟΠΑΠ             | 15.46 €                 | 5,617                    | 6.47%              | 18.50 €      | 19.66%    |
| Titan Cement     | 21.85 €                 | 1,711                    | 2.75%              | 24.00 €      | 9.84%     |
| Autohellas       | 12.70 €                 | 618                      | 4.88%              | 18.00 €      | 41.73%    |
| EpsilonNet       | 9.88 €                  | 535                      | 0.71%              | 11.00 €      | 11.34%    |
| Profile Systems  | 4.21 €                  | 101                      | 0.95%              | 6.00 €       | 42.52%    |
| Motodynamiki     | 3.26 €                  | 100                      | 0.00%              | 4.80 €       | 47.24%    |



Member of the Athens Exchange  
Member of the Athens Derivatives Exchange

Labis Michalopoulos, CFA, Dipl Eng  
Head of Equity Research Department  
+30 210 3213913

[www.chrysochoidis.gr](http://www.chrysochoidis.gr)

### Ρήτρα Περιορισμού Ευθύνης:

Απαγορεύεται η αναδημοσίευση του παρόντος χωρίς την άδεια της Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ. Οι απόψεις που περιέχονται βασίζονται σε πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες, ωστόσο η Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ. δεν ευθύνεται για την εγκυρότητα, αρθρότητα ή αξιοπιστία τους και διατηρεί το δικαίωμα αλλαγής τους χωρίς πρότερη ειδοποίηση. Τόσο η Ν. ΧΡΥΣΟΧΟΪΔΗΣ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΑΚΗΣ Α.Ε.Π.Ε.Υ. όσο και οι διευθύνοντες και υπάλληλοι της δεν φέρουν ουδεμία ευθύνη για οποιαδήποτε συνέπεια των πληροφοριών αυτών. Το παρόν νδρ να αποτελεί προσφορά, προτροπή ή επε νδυτική πρόταση για αγορά ή πώληση μετοχών ή άλλων κινητών αξιών. Οι επενδύσεις που αναφέρονται νδεχεται να μην είναι οι ενδεδειγμένες για ορισμένους επε νδυτές.

### Disclaimer:

This report has been issued by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A., a member of the Athens Stock Exchange, and may not be reproduced in any manner or provided to any other persons. Each person that receives a copy by acceptance thereof represents and agrees that it will not distribute or provide it to any other person. The information contained herein has been obtained from sources believed to be reliable but has not been verified by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. The opinions expressed herein may not necessarily coincide with those of any member of N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. No representation or warranty (express or implied) is made as to the accuracy, completeness, correctness, timeliness or fairness of the information or opinions herein, all of which are subject to change without notice. No responsibility of liability whatsoever or howsoever arising is accepted in relation to the contents hereof by N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. or any of its directors, officers or employees. This report is not an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell securities mentioned herein. N. CHRYSOCHOIDIS STOCK BROKERAGE I.S.S.A. may effect transactions in or perform or seek to perform brokerage services for companies covered. The investments discussed in this report may be unsuitable for investors, depending on their specific investment objectives and financial position.