



Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	3
2. Οικονομία	10
2.1 ΗΠΑ.....	11
2.2 Ευρωζώνη	14
2.3 Ιαπωνία.....	16
2.4 Κίνα.....	18
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας.....	19
3. Μετοχές.....	21
3.1 ΗΠΑ.....	22
3.2 Ευρωζώνη	25
3.3 Ιαπωνία Αναδυόμενες Κίνα	28
4. Ομόλογα.....	30
4.1 ΗΠΑ Κρατικά.....	31
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	33
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	35
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά.....	36
5. Συνάλλαγμα	38
5.1 USD.....	39
5.2 EURUSD	40
5.3 USDJPY EURGBP	41
6. Εμπορεύματα.....	44
6.1 Πετρέλαιο	45
6.2 Χρυσός	47
7. Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων	49
8. Παράρτημα	52

Εισαγωγή

01

Μόνη Βεβαιότητα η αύξηση του Δημοσίου Χρέους

Η ψήφιση σε νόμο του σχεδίου οικονομικής πολιτικής (One Big Beautiful Bill Act) από την κυβέρνηση των ΗΠΑ, η έστω και μερική παράκαμψη του «φρένου χρέους» από τη Γερμανική κυβέρνηση παράλληλα με τη δημιουργία ειδικού ταμείου υποδομών καθώς και η συνέχιση της επεκτατικής δημοσιονομικής (αλλά και νομισματικής) πολιτικής από την Κίνα, σηματοδοτούν ένα νέο γύρο στήριξης των μεγαλύτερων οικονομιών του πλανήτη μέσω της αύξησης της δημόσιας χρηματοδότησης και αναπόφευκτα των δημοσιονομικών ελλειμμάτων και του κρατικού χρέους.

Καθώς όμως τα ελλείμματα συσσωρεύονται σε χρέος, είναι πολύ σημαντικό τόσο από μακροοικονομική όσο και από επενδυτική σκοπιά να συνειδητοποιήσουμε ότι αυτές οι οικονομίες δεν έχουν τα ίδια περιθώρια διαχείρισης του δημοσίου χρέους τους.

Αναμφισβήτητα στη χειρότερη θέση βρίσκονται οι ΗΠΑ. Με χρέος στα επίπεδα του 99,6% του ΑΕΠ (ή 120,8% εάν συνυπολογίσουμε και τα ομόλογα στο χαρτοφυλάκιο της Fed) και έλλειμμα το 2024 στο 6,9%, η περαιτέρω αύξηση των ελλειμμάτων εξαιτίας του νέου (και «πανεμόρφου») νόμου, σπρώχνει τις ΗΠΑ σε μια μη-διατηρήσιμη δημοσιονομική τροχιά. Ήδη οι ελπίδες εξοικονόμησης δαπανών από την ομάδα εργασίας του Έλον Μασκ (το λεγόμενο DOGE) είναι νεκρές, ενώ και τα έσοδα από τους δασμούς είναι πολύ πιθανό – ιδιαίτερα σε βάθος χρόνου – να απογοητεύσουν. Ταυτόχρονα, πιστεύουμε ότι θα είναι σφάλμα να αποδώσουμε το σύνολο των αποφάσεων αυτών στα πολιτικά «θέλω» και επιδιώξεις του προέδρου Τραμπ. Αντίθετα, θα πρέπει να τις αντιλαμβανόμαστε ως εκφάνσεις της προδιάθεσης της αμερικανικής κοινωνίας να αποφύγει για όσο το δυνατόν περισσότερο τη λήψη επώδυνων και δυσάρεστων μέτρων δημοσιονομικής εξυγίανσης. Η πορεία αυτή είναι εμφανώς αδιέξοδη, το ερώτημα που ωστόσο είναι δύσκολο να απαντηθεί είναι το ποιο θα είναι το γεγονός εκείνο που θα αποτελέσει τη θρυαλλίδα για τη σημαντική αύξηση του επιπλέον ασφάλιστρου κινδύνου που θα απαιτήσουν οι επενδυτές προκειμένου να συνεχίσουν να χρηματοδοτούν το αμερικανικό δημόσιο.

Στη Γερμανία η κατάσταση είναι εκ διαμέτρου αντίθετη. Η γερμανική οικονομία έχει και σημαντικό δημοσιονομικό χώρο και μεγάλη ανάγκη δημοσίων επενδύσεων. Συνεπώς οι πρόσφατες αποφάσεις θα έχουν θετικό αντίκτυπο στη γερμανική οικονομία. Ευρώπη όμως δεν είναι μόνο η Γερμανία. Οι υπόλοιπες οικονομίες της Ευρωζώνης αδυνατούν να ακολουθήσουν την ίδια επεκτατική δημοσιονομική πολιτική. Στην (πολύ πιθανή) περίπτωση όπου η Γερμανική ανάπτυξη δεν διαχυθεί σε όλη την Ευρωζώνη, η υστέρηση που θα προκύψει

στις υπόλοιπες οικονομίες έναντι της Γερμανίας θα θέσει σε δοκιμασία την άσκηση οικονομικής και νομισματικής πολιτικής σε επίπεδο ΕΕ.

Νομισματική Πολιτική:

Ένα ήρεμο καλοκαίρι

Όσον αφορά τη Fed, η πορεία τόσο του πληθωρισμού όσο και της αγοράς εργασίας σε συνδυασμό με τη συνεχόμενη αβεβαιότητα των δασμών δεν προσφέρουν ξεκάθαρες ευκαιρίες για σημαντικές μειώσεις επιτοκίων στο άμεσο μέλλον. Σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα όμως είναι πολύ πιθανό η Fed να κινηθεί προς το στόχο του 3%.

Η κατάσταση είναι πιο περίπλοκη στην περίπτωση της ΕΚΤ. Σύμφωνα με την πολύ συντηρητική προσέγγιση των μελών της ΕΚΤ, τα τρέχοντα επίπεδα των επιτοκίων στο 2% είναι τα ενδεδειγμένα για την ευρωπαϊκή οικονομία. Η θεώρηση αυτή δεν λαμβάνει υπόψη της ούτε το μεγάλο σοκ ζήτησης από τους δασμούς, ούτε τις επιπτώσεις στην ανάπτυξη και στον πληθωρισμό από την ενίσχυση του Ευρώ, ούτε τις αποπληθωριστικές επιπτώσεις της πτώσης της τιμής του πετρελαίου. Κατά συνέπεια υπάρχουν σημαντικές πιθανότητες ο πληθωρισμός να διαμορφωθεί χαμηλότερα του στόχου της ΕΚΤ και τα επιτόκια να κινηθούν σε χαμηλότερα επίπεδα έναντι των προσδοκίων της αγοράς.

Από τη (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές

Στην τρέχουσα συγκυρία πιστεύουμε ότι είναι πολύ σημαντικό να αναδείξουμε τις βασικές διαφοροποιήσεις στην πορεία των αγορών μεταξύ βραχυχρόνιου και μακροχρόνιου ορίζοντα.

Σε μακροχρόνιο ορίζοντα, οι βασικές επιπτώσεις της πολιτικής των ΗΠΑ θα είναι αρνητικές για τις αποτιμήσεις των αμερικανικών ομολόγων και το δολάριο αλλά όχι απαραίτητα για τις μετοχές. Σε βάθος χρόνου, το συνεχώς αυξανόμενο δημοσιονομικό χρέος θα οδηγήσει στην αύξηση του ασφαλιστρου κινδύνου (risk premium) ιδιαίτερα στα ομόλογα μεγάλης διάρκειας, γεγονός που συνεπάγεται αύξηση των αποδόσεων και πτώση της τιμής τους. Ταυτόχρονα, η υποχώρηση των ρυθμών ανάπτυξης στις ΗΠΑ έναντι των υπόλοιπων οικονομιών σε συνδυασμό με τη μετάβαση σε ένα πιο κατακερματισμένο και «πολύ-πολικό» γεωπολιτικό σύστημα οδηγεί σε συνθήκες αποδυνάμωσης της ισοτιμίας του δολαρίου. Η παράλληλη πραγματοποίηση των δυο αυτών γεγονότων αποτελεί μια πολύ αρνητική εξέλιξη, ιδιαίτερα για χαρτοφυλάκια η αξία των οποίων αποτιμάται σε όρους Ευρώ.

Ωστόσο, σε βραχυχρόνιο ορίζοντα παραμένουμε ήπια θετικοί για τα αμερικανικά ομόλογα καθώς πιστεύουμε ότι και το δολάριο έχει περιθώρια πρόσκαιρης ενίσχυσης και ότι οι μειώσεις επιτοκίων από τη Fed – εξαιτίας μιας

επιβραδυνόμενης αλλά όχι υφεσιακής οικονομικής ανάπτυξης - θα υπερκεράσουν (και πάλι προσωρινά) την αύξηση του ασφαλιστικού κινδύνου στα ομόλογα ΗΠΑ.

Όσον αφορά τις αμερικανικές μετοχές, η προσέγγιση μας διαφοροποιείται. Αρχικά κανείς δεν πρέπει να υποτιμά την ικανότητα των αμερικανικών εταιρειών να καινοτομούν και να επιτυγχάνουν υψηλά επίπεδα κερδοφορίας και απόδοσης ιδίων κεφαλαίων. Επιπρόσθετα, η υποχώρηση του δολαρίου βελτιώνει το κομμάτι της κερδοφορίας τους που πραγματοποιείται εκτός ΗΠΑ, ενώ αναμένουμε η κερδοφορία τους να ευνοηθεί περαιτέρω από τις φοροαπαλλαγές του πρόσφατου οικονομικού νομοσχεδίου. Για τα χαρτοφυλάκια που αποτιμώνται σε Ευρώ, η καλύτερη στρατηγική είναι να αναμένουμε την ολοκλήρωση της πορείας εξασθένησης του δολαρίου και στη συνέχεια την επανεξέταση της άποψής μας για τις αμερικανικές μετοχές σε πιο θετικά επίπεδα. Εάν έως τότε έχει υπάρξει και κάποια διόρθωση στα επίπεδα του S&P 500 τότε η μεταβολή της στάσης μας μπορεί να γίνει και σε καλύτερες αποτιμήσεις.

Η μόνη μεταβολή στη επενδυτική μας άποψη αφορά τις Ευρωπαϊκές μετοχές. Κατά την άποψή μας οι επιπτώσεις των δασμών έχουν υποτιμηθεί και η επίδραση της ανάπτυξης της Γερμανίας έχουν υπερεκτιμηθεί. Συνεπώς η θετική πορεία των ευρωπαϊκών μετοχών δεν δικαιολογείται πλήρως. Ωστόσο, η δυναμική της αγοράς και η θετική προδιάθεση των επενδυτών δεν μπορεί να αγνοηθεί. Συνεπώς παραμένουμε επιφυλακτικοί αλλά βελτιώνουμε την άποψή μας από αρνητική σε ήπια αρνητική.

Τέλος διατηρούμε τη θετική άποψή μας για τα ευρωπαϊκά ομόλογα πάρα την πρόσφατη άνοδο των αποδόσεων των Γερμανικών ομολόγων. Η άνοδος των αποδόσεων οφείλεται στην πεποίθηση των αγορών ότι μετά από ένα πολύ σύντομο διάστημα μείωσης των επιτοκίων, η ΕΚΤ θα χρειαστεί να αυξήσει εκ νέου το επιτόκιο καταθέσεων από το 2% σήμερα στα επίπεδα του 2,5% σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Κατά την άποψή μας οι προσδοκίες αυτές είναι δύσκολο να δικαιωθούν και προϊόντος του χρόνου θα μεταστραφούν, οδηγώντας σε βελτίωση της εικόνας των Ευρωπαϊκών ομολόγων.

Ηλίας Λεκκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Επενδυτικές Απόψεις

Γ' τρίμηνο 2025

Global Asset Allocation	-	Neutral				+
Μετοχές						
Κρατικά Ομόλογα						
Εταιρικά Ομόλογα						
Εμπορεύματα						
Μετρητά						

Επιμέρους Επιλογές

ΜΕΤΟΧΕΣ	-	Neutral				+
ΗΠΑ						
Ευρωζώνης						
Ιαπωνίας						
Αναδ. Αγορών						

Κρατικά Ομόλογα	-	Neutral				+
ΗΠΑ						
Ευρωζώνης						

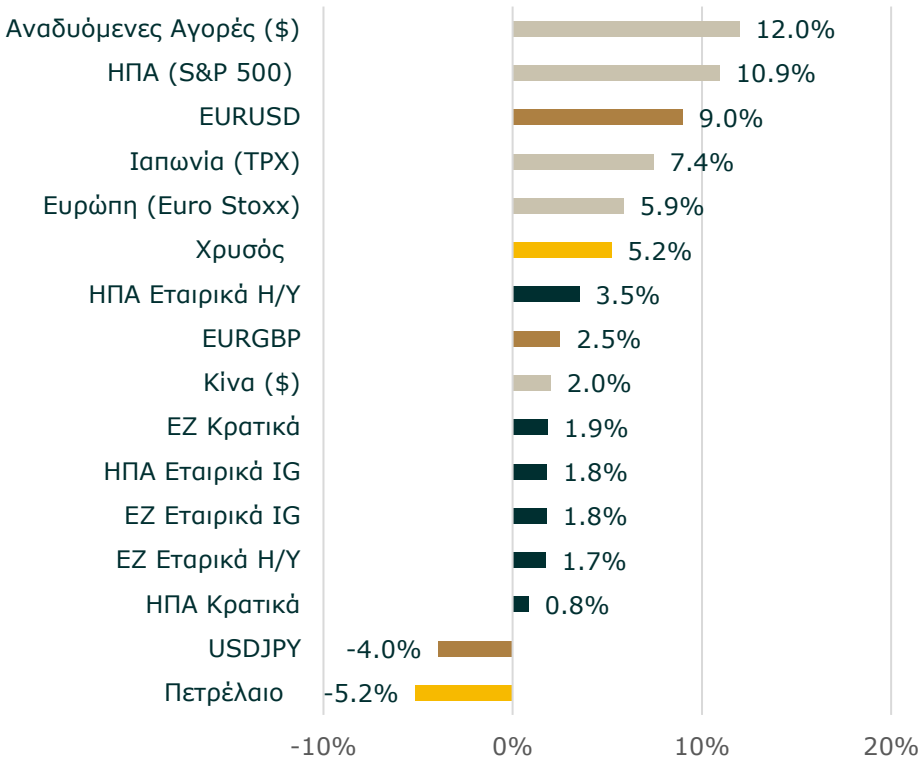
Εταιρικά Ομόλογα	-	Neutral				+
IG ΗΠΑ						
IG Ευρωζώνης						
HY ΗΠΑ						
HY Ευρωζώνης						

Εμπορεύματα	-	Neutral				+
Χρυσός						
Πετρέλαιο						

 Τρέχουσα Άποψη
 Προηγούμενη Άποψη

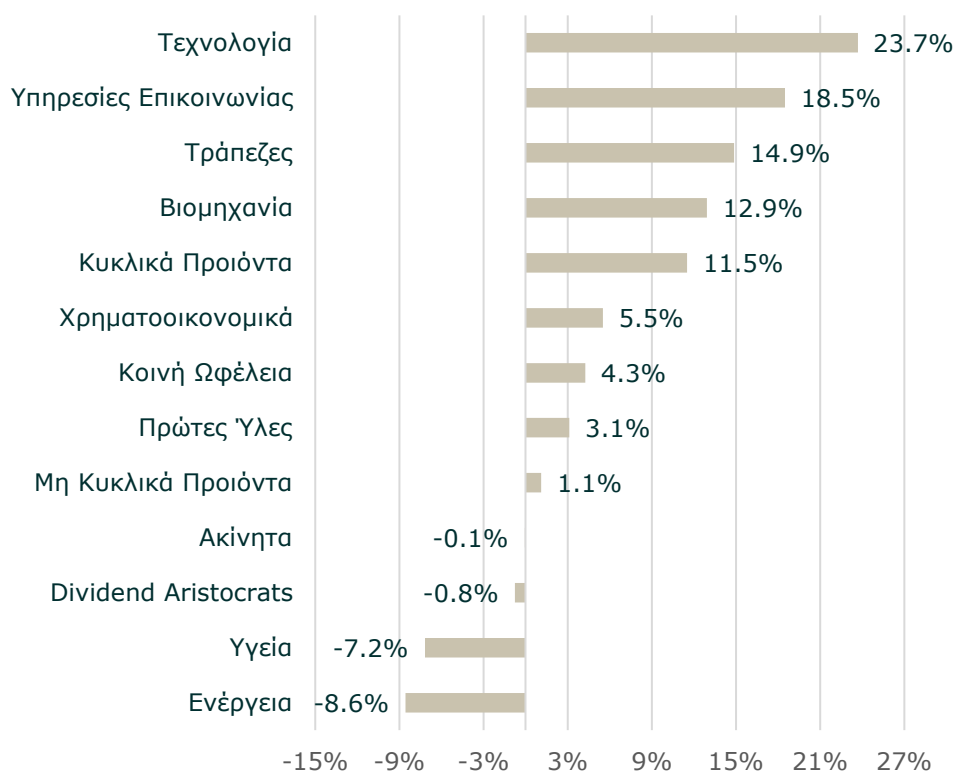
«Η Επενδυτική Στρατηγική βασίζεται σε μέσο - μακροπρόθεσμες σχέσεις μεταξύ αγορών και μακροοικονομικών / εταιρικών θεμελιωδών μεγεθών όπως αυτές εκτιμώνται από το τμήμα Economic Research & Investment Strategy. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς μπορούν να διαφοροποιούνται ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς.»

Αποδόσεις Αγορών Β' τριμ. 2025 (%)

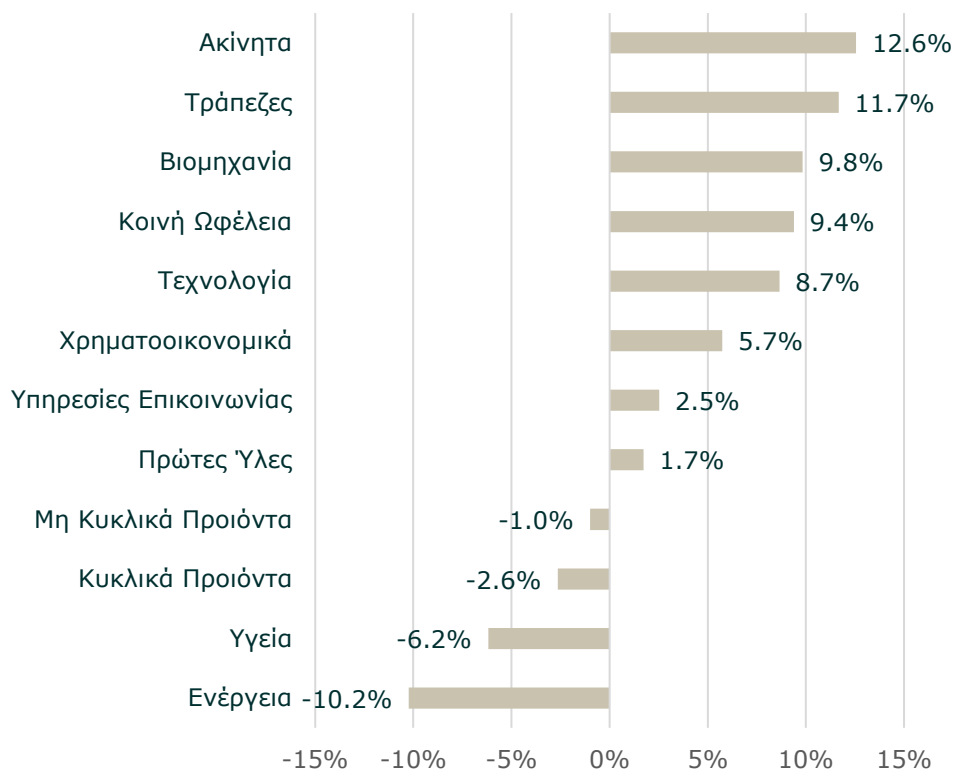


- Μετοχές
- Ομόλογα
- Εμπορεύματα
- Ισοτιμίες

ΗΠΑ Κλάδοι - Αποδόσεις Β' τριμήνου 2025 (%)



ΕΖ Κλάδοι - Αποδόσεις Β' τριμήνου 2025 (%)



2.1 ΗΠΑ:

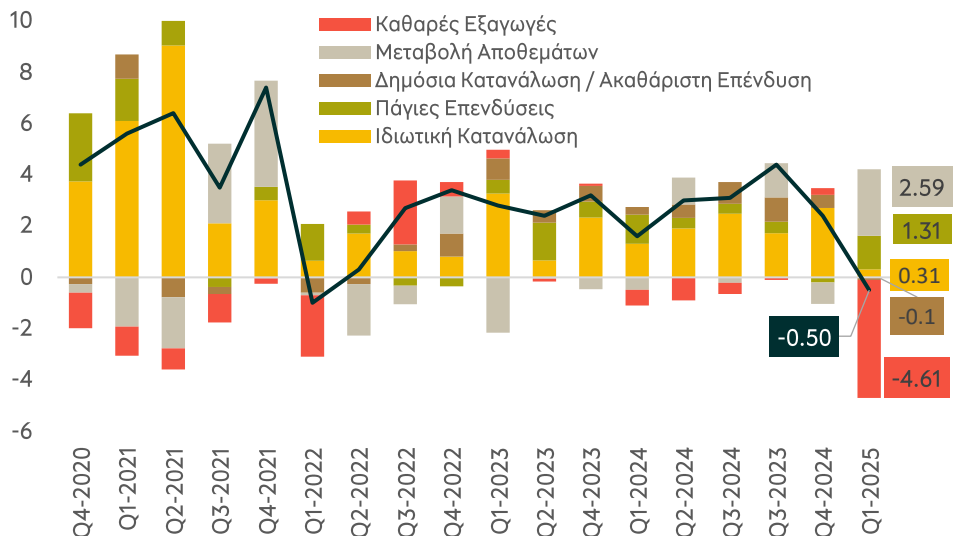
Οι συνέπειες των ανταποδοτικών δασμών αναμένεται να έχουν μεγαλύτερο αντίκτυπο στο δεύτερο εξάμηνο του έτους

Ο επαναπροσδιορισμός πολιτικών στους τομείς του εμπορίου, της μετανάστευσης και της δημοσιονομικής πολιτικής των ΗΠΑ επηρεάζει σημαντικά το καταναλωτικό και επιχειρηματικό κλίμα καθώς ανατρέπει μακροχρόνιες εμπορικές και οικονομικές συμμαχίες αλλά και καταναλωτικές συνήθειες.

Η ανακοίνωση στις 9 Απριλίου για σημαντική αποκλιμάκωση των δασμών στις περισσότερες χώρες για 90 ημέρες (έκτοτε έχει μεταφερθεί την 1η Αυγούστου) και η προοπτική σύναψης συμφωνιών μέσω διαπραγματεύσεων αποτέλεσε σημαντική θετική εξέλιξη. Δεν παρείχε όμως την απαραίτητη σαφήνεια λόγω του μεγάλου πλήθους διμερών διαπραγματεύσεων και εύρους των δασμών, των διαφορετικών χρονοδιαγραμμάτων και ενός μεγάλου αριθμού εξαιρέσεων.

Η υψηλή αβεβαιότητα και πριν την ανακοίνωση ανταποδοτικών δασμών της 2ης Απριλίου **επηρέασε αρνητικά την οικονομική δραστηριότητα το α' τρίμηνο του 2025**. Το πραγματικό ΑΕΠ μειώθηκε 0,5% σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση και διαμορφώθηκε στο 2,0% σε ετήσια βάση από 2,5% το δ' τρίμηνο του 2024. Η εξέλιξη αυτή αποδίδεται πρωτίστως στη μεγάλη αύξηση των εισαγωγών εν όψει της επιβολής δασμών (front loading). Η επακόλουθη πτώση στις εισαγωγές καταναλωτικών αγαθών αναμένεται να αναστρέψει μερικώς την εικόνα το β' τρίμηνο, αλλά η εξάντληση των αποθεμάτων των προηγούμενων εισαγόμενων προϊόντων ενδέχεται να μετριάσει τα οφέλη από το εμπορικό σκέλος.

Πραγματικό ΑΕΠ % (τριμ. ετησ/μενη βάση) & συνεισφορά τομέα



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι ανησυχίες σχετικά με την εμπορική πολιτική των ΗΠΑ κορυφώθηκαν τον Απρίλιο. Έχουν υποχωρήσει έκτοτε, παραμένουν ωστόσο αυξημένες.

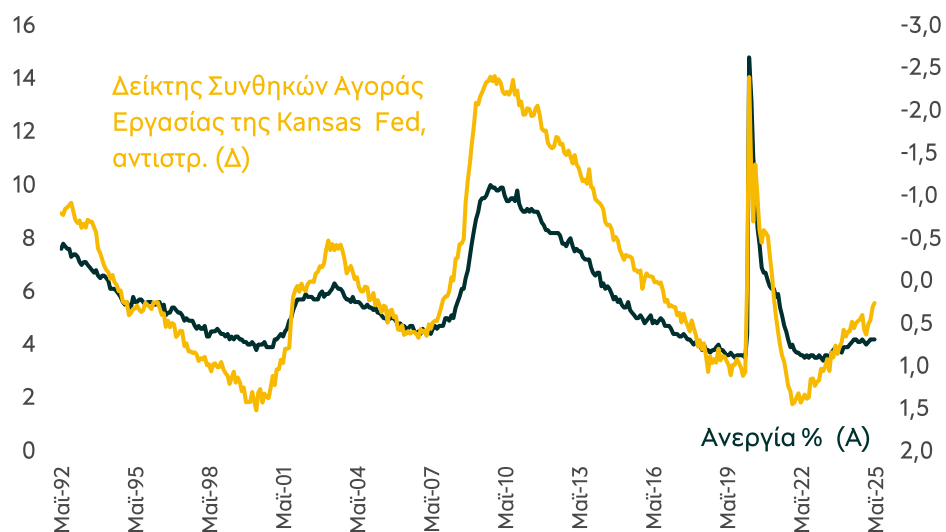
Το β' τρίμηνο, τα οικονομικά στοιχεία ήταν μικτά. Οι δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν και του Conference Board του Μαΐου σημείωσαν σημαντική βελτίωση μετά τη μείωση των δασμών προς την Κίνα, μετριάζοντας κάπως την απαισιοδοξία των καταναλωτών για την εξέλιξη του πληθωρισμού και της οικονομίας γενικότερα, ωστόσο μικτή ήταν η εικόνα τον Ιούνιο για τους δύο δείκτες. **Παράλληλα, η καταναλωτική δαπάνη, που αποτελεί την κύρια κινητήρια δύναμη της αμερικανικής οικονομίας,**

επιβραδύνθηκε σημαντικά τα πρώτο μισό του 2025. Η ιδιωτική κατανάλωση αναθεωρήθηκε προς τα κάτω σε 0,5% το α' τρίμηνο από 1,8% στην προκαταρκτική εκτίμηση. Επιπλέον, η πραγματική προσωπική κατανάλωση μειώθηκε κατά 0,3% τον Μάιο (έναντι +0,1% τον Απρίλιο). Με βάση στοιχεία του πρώτου 5μηνου ο μέσος ρυθμός είναι σημαντικά χαμηλότερος από τον μέσο ρυθμό 3,1% για όλο το 2024, και **ενισχύει την άποψη μας ότι η καταναλωτική δαπάνη θα παραμείνει υποτονική και το β' εξάμηνο.**

Για το σύνολο του 2025 προβλέπουμε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και άνοδο της ανεργίας καθώς τα πιο πρόσφατα στοιχεία παραμένουν μεν θετικά, αλλά είναι λιγότερο ευνοϊκά σε σχέση με την αρχή του έτους

Οι συνθήκες όμως στην αγορά εργασίας παραμένουν αρκετά καλές, αν και είναι λιγότερο ευνοϊκές σε σχέση με το προηγούμενο διάστημα. Οι νέες θέσεις εργασίας αυξήθηκαν τον Ιούνιο κατά 147 χιλ. (αν και οι μισές περίπου προήλθαν από το δημόσιο τομέα) και το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στο 4,1%. Καλή παραμένει και η εικόνα βάσει της πορείας των νέων επιδομάτων ανεργίας, καθώς διαμορφώνονται σε επίπεδο ακόμη σχετικά χαμηλό (χαμηλότερα των 250 χιλ.) αλλά προβληματίζει η αύξηση στους ήδη λαμβάνοντες επιδομάτων ανεργίας (continuing claims). Οι εταιρείες φαίνεται να διστάζουν να μειώσουν ενεργά το προσωπικό τους αλλά οι απολυμένοι εργαζόμενοι δυσκολεύονται όλο και περισσότερο να βρουν νέες δουλειές καθώς ο ρυθμός προσλήψεων επιβραδύνεται. **Υψηλότερο ποσοστό ανεργίας υποδεικνύουν οι περισσότεροι δείκτες απασχόλησης των περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών και ο δείκτης συνθηκών αγοράς εργασίας της Kansas Fed που περιλαμβάνει 24 σχετικές μεταβλητές.**

Δείκτης Συνθηκών Αγοράς Εργασίας Kansas Fed & Ανεργία (%)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Η επίπτωση των δασμών στον πληθωρισμό μέχρι στιγμής είναι περιορισμένη με τον γενικό πληθωρισμό να σημειώνει μόνο μια οριακή επιτάχυνση τον Μάιο βάσει του δείκτη τιμών της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης (PCE) στο 2,3% ενώ ο δομικός ανήλθε στο 2,7%. Αναμένουμε ότι η **επίπτωση στον πληθωρισμό θα είναι μεγαλύτερη τα επόμενα τρίμηνα και θα εξαρτηθεί από το τελικό ύψος των δασμών και το κατά ποσό θα**

μετακυληθεί το κόστος των δασμών στις τιμές που πληρώνουν οι καταναλωτές.

Οι περισσότεροι πρόδρομοι επιχειρηματικοί δείκτες συνεχίζουν να σηματοδοτούν επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και αύξηση του πληθωρισμού και της ανεργίας (λιγότερο όμως από πριν)

με την μεγαλύτερη επιβράδυνση να αποτυπώνεται στους τομείς της μεταποίησης και τον κλάδο ακινήτων. Ο πρόδρομος δείκτης εμπιστοσύνης των μικρών επιχειρήσεων (NFIB) ενισχύθηκε τον Μάιο, όμως σημαντική ήταν η υποχώρηση του δείκτη εμπιστοσύνης των κατασκευαστών κατοικιών (NAHB) λόγω των σχετικά υψηλών επιτοκίων και κόστους κατασκευής. Όσον αφορά την μεταποίηση, **ο πρόδρομος δείκτης του ISM παρέμεινε κάτω του 50 τον Ιούνιο για 4ο συνεχόμενο μήνα, υποδεικνύοντας συρρίκνωση της δραστηριότητας**, με παράλληλη μείωση των δεικτών που αφορούν τις νέες παραγγελίες (στο 46,4) και την απασχόληση (στο 45). **Ο δείκτης ISM υπηρεσιών ανήλθε άνω του 50 τον Ιούνιο** όπως και ο δείκτης που αφορά τις νέες παραγγελίες (στο 51,3 από 46,4) ωστόσο ο δείκτης απασχόλησης υποχώρησε περαιτέρω και συνεχίζει να σηματοδοτεί συρρίκνωση.

Όσον αφορά τη δημοσιονομική πολιτική οι ανησυχίες παραμένουν αυξημένες.

Το νομοσχέδιο που ψηφίστηκε από το Κογκρέσο αναμένεται να αυξήσει τα ελλείμματα και το χρέος των ΗΠΑ, την ώρα που οι διαθέσιμοι πόροι για την αντιμετώπιση μελλοντικών υφέσεων παραμένουν περιορισμένοι. Προβλέψεις που υποδεικνύουν ότι ο δείκτης χρέους προς ΑΕΠ θα φτάσει σε πρωτοφανή επίπεδα τα επόμενα χρόνια, έχουν εγείρει σοβαρούς προβληματισμούς καθώς το νομοσχέδιο «One Big Beautiful Bill» φαίνεται ότι θα είναι εμπροσθοβαρές όσον αφορά το σκέλος της μείωσης της φορολογίας. Το χρέος μπορεί να αυξηθεί περί τα \$3,4 τρισεκατομμύρια την επόμενη δεκαετία, ανάλογα με τη μονιμότητα ορισμένων μειώσεων φόρων ενώ οι περικοπές δαπανών αναμένεται να επηρεάσουν κυρίως ομάδες με χαμηλά εισοδήματα, συμπεριλαμβανομένων των δικαιούχων Medicaid (υγεία) και SNAP (σίτιση).

Οι αγορές και η Fed αναμένουν 2 μειώσεις επιτοκίων έως το τέλος του έτους.

Η Fed διατήρησε το βασικό επιτόκιό της στο εύρος 4,25%-4,50%, για 4η διαδοχική συνεδρίαση τον Ιούνιο αναγνωρίζοντας ότι η **αβεβαιότητα για την αναπτυξιακή προοπτική έχει περιοριστεί μεν αλλά παραμένει υψηλή** καθώς οι δασμοί είναι πολύ πιθανόν να ωθήσουν ανοδικά τον πληθωρισμό και να πλήξουν την ανάπτυξη. Τα μέλη της Fed σκιαγραφούν 2 μειώσεις έως το τέλος του έτους σε συμφωνία με τις αγορές.

Για το 2025 προβλέπουμε επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας κοντά στο 1,5% (από κοντά στο 1% που αναμέναμε το προηγούμενο τρίμηνο) ενώ σε ένα πιο θετικό σενάριο με μικρότερη αύξηση της ανεργίας/πληθωρισμού (από την εκτίμηση μας για 4,5% / 3,0% στο τέλος του έτους) και μεγαλύτερη ανθεκτικότητα των καταναλωτών θα μπορούσαμε να δούμε λίγο υψηλότερη ανάπτυξη. Μία εκ νέου αύξηση της αβεβαιότητας / γεωπολιτικών εντάσεων θα μπορούσε ωστόσο να μειώσει την δυναμική της ανάπτυξης.

2.2 Ευρωζώνη:

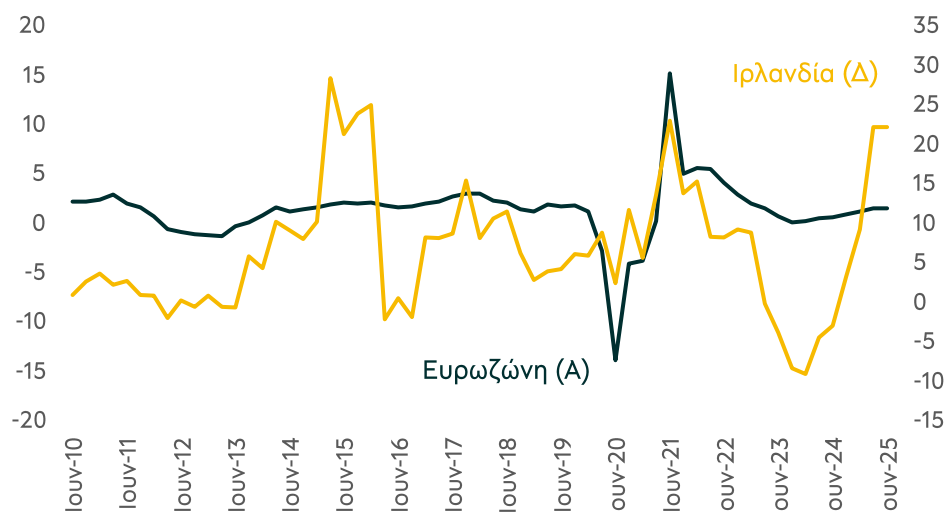
Προσπάθεια ανάκαμψης εκ των έσω

Η οικονομική δραστηριότητα στο σύνολο της το α' εξάμηνο του τρέχοντος έτους σημείωσε σημάδια βελτίωσης σε σχέση με το αναμενόμενο κυρίως εξαιτίας της προκαταβολικής επιβολής δασμών.

Η οικονομική δραστηριότητα στο σύνολο της το α' εξάμηνο του τρέχοντος έτους σημείωσε σημάδια βελτίωσης σε σχέση με το αναμενόμενο εξαιτίας της αυξημένης παραγωγής που επέφερε η προσδοκία επιβολής δασμών από τις ΗΠΑ. Η Ευρωζώνη πλέον έχει σε μεγάλο βαθμό αναπροσαρμοστεί μετά την πανδημία αλλά και τον πόλεμο Ρωσίας-Ουκρανίας, ενώ δεν αναμένουμε ότι η αστάθεια που σχετίζεται με τους δασμούς θα παρεμποδίσει τη συνεχιζόμενη ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης μέχρι το τέλος του 2025. **Αναμένεται ότι η ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης θα συνεχιστεί στο δεύτερο εξάμηνο, αν και η πρόσφατη εξασθένηση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης δημιουργεί ορισμένους κινδύνους. Ο αντίκτυπος των υψηλότερων δημοσιονομικών δαπανών, ιδίως στη Γερμανία, ενδέχεται να μην μπορέσει να ενισχύσει σημαντικά την ανάπτυξη της Ευρωζώνης.** Παρόλο που το δημοσιονομικό πακέτο είναι ιστορικά μεγάλο (περίπου €1 τρισ.), ο πλήρης αντίκτυπος εξαρτάται από την έγκαιρη και αποτελεσματική εκτέλεση. Οι γραφειοκρατικές καθυστερήσεις ή οι πολιτικές τριβές σε ομοσπονδιακό και πολιτειακό επίπεδο θα μπορούσαν να επιβραδύνουν την ανάπτυξη επενδύσεων. Επιπρόσθετα, υπάρχει αβεβαιότητα αναφορικά με το αν τα μέτρα τόνωσης θα έχουν κυκλική δηλαδή βραχυπρόθεσμη ή διαρθρωτική (μακροπρόθεσμη) επίδραση. Τέλος, παράγοντες αβεβαιότητας είναι ο μικρότερος δημοσιονομικός χώρος που έχει η Γαλλία και η Ιταλία σε σχέση με τη Γερμανία, καθώς και η άνοδος του ευρώ και των yields ομολόγων.

Αξίζει να σημειώσουμε ότι ένα βασικό κομμάτι αυτής της ανάκαμψης το α' τρίμηνο προήλθε από την ιδιαίτερα υψηλή οικονομική

Πραγματικό ΑΕΠ % YoY



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

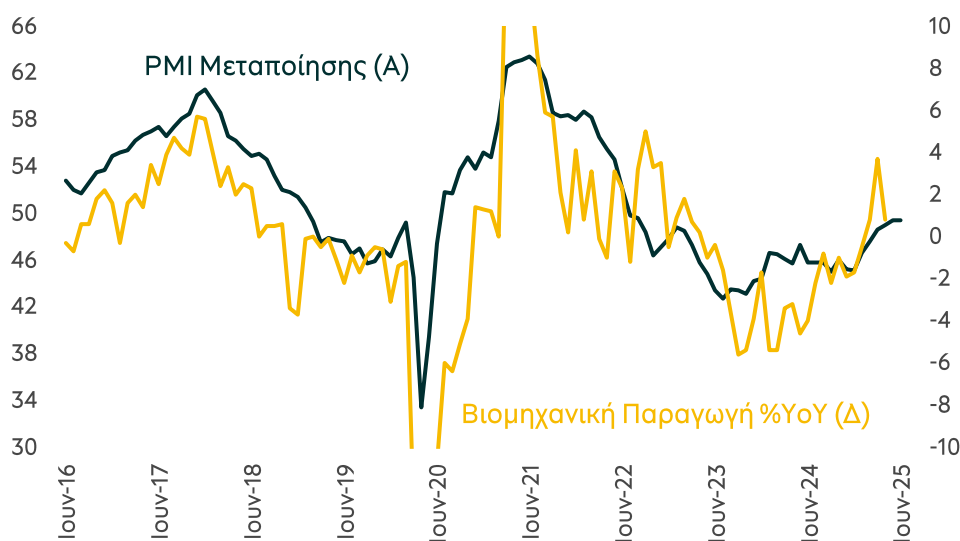
δραστηριότητα στην Ιρλανδία κατά 22,2% ετησίως το α' τρίμηνο και 9,7% σε τριμηνιαία βάση, η οποία όμως οφείλεται στις εξαγωγές αγαθών καθώς οι εταιρίες κινήθηκαν γρήγορα σε συνέχεια των ανακοινώσεων δασμών των προϊόντων προς στις ΗΠΑ, ενώ σημαντική θετική συμβολή ήταν και η απόδοση στον τομέα των πολυεθνικών εταιριών (IT και φαρμάκων) που δραστηριοποιούνται στη χώρα. Με μικρή πρόοδο στις εμπορικές συνομιλίες ΗΠΑ-ΕΕ και ενδεχόμενο επιβολής δασμών ύψους έως και 50% κατά της ΕΕ, η εξαγωγική και μεταποιητική δραστηριότητα αναμένεται να επηρεαστούν αρνητικά το 2026.

Για το 2025, οι εκτιμήσεις βελτιώνονται οριακά με το πραγματικό ΑΕΠ στο 1,0%, και περαιτέρω επιτάχυνση του ρυθμού ανάπτυξης το 2026 στο 1,1%. Εντούτοις, θετική συμβολή αναμένεται να έχει η έως τώρα χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, η οποία θα αντισταθμίσει την τρέχουσα γεωπολιτική και εμπορική αβεβαιότητα.

Οι πρόδρομοι δείκτες PMI της Ευρωζώνης αντικατοπτρίζουν την μικτή εικόνα της οικονομίας καθώς διαφαίνεται βελτίωση στην πλειοψηφία των οικονομικών δεικτών αλλά τα επίπεδα κάτω του 50 σηματοδοτούν τις μελλοντικές ανησυχίες.

Οι πρόδρομοι δείκτες PMI της Ευρωζώνης αντικατοπτρίζουν την μικτή εικόνα της οικονομίας καθώς διαφαίνεται βελτίωση στην πλειοψηφία των οικονομικών δεικτών αλλά τα επίπεδα κάτω του 50 σηματοδοτούν τις μελλοντικές ανησυχίες. Συγκεκριμένα, ο PMI μεταποίησης συνεχίζει και παραμένει κάτω του 50 καταγράφοντας ωστόσο υψηλά των τελευταίων 12 μηνών από το Μάρτιο, καθώς τον Ιούνιο παρέμεινε αμετάβλητος στο 49,4 από τον προηγούμενο μήνα, ενώ ο σύνθετος δείκτης παραμένει πάνω από το 50 από τον Ιανουάριο και συγκεκριμένα τον Ιούνιο στο 50,2 αμετάβλητος σε σχέση με το Μάιο. Η εικόνα αυτή επιβεβαιώνει την οριακή ανάκαμψη στη Γερμανική οικονομία το πρώτο εξάμηνο σε σχέση με το 2024, αλλά και στην περιφέρεια της Ευρωζώνης. Στον κλάδο των υπηρεσιών, ο PMI υπηρεσιών τον

Πρόδρομοι Δείκτες στη Μεταποίηση



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Ιούνιο αυξήθηκε στο 50 από 49,7 το Μάιο, ενώ από τις αρχές του έτους ο δείκτης κυμαίνεται σε επίπεδα κοντά του 50.

Αντίστοιχη είναι και η εικόνα στους επιμέρους κλάδους καθώς **η βιομηχανική παραγωγή από το Φεβρουάριο καταγράφει θετικούς ρυθμούς ετήσιας μεταβολής** και συγκεκριμένα τον Απρίλιο αυξήθηκε κατά 0,8% ετησίως από 3,7% το Μάρτιο εξαιτίας της αύξησης της παραγωγής στα μη-διαρκή καταναλωτικά αγαθά. **Οι λιανικές πωλήσεις διατηρούν τα θετικά επίπεδα με τις πωλήσεις του Απριλίου να σημειώνουν υψηλό 6 μηνών** και συγκεκριμένα στο 2,3% ετησίως από 1,9% το Μάρτιο.

Η χαμηλότερη δυναμική των μισθών αναμένεται να συμβάλει στον μέσο πληθωρισμό κάτω από το 2% την επόμενη διετία.

Η αγορά εργασίας παραμένει σε ιδιαίτερα θετικά επίπεδα καθώς το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας παραμένει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στο 6,2% τον Απρίλιο από 6,3% το Μάρτιο. Εντούτοις, οι εκτιμήσεις για τα επίπεδα των μισθών το 2025 παραμένουν αρνητικές καθώς οι πρόδρομοι δείκτες σηματοδοτούν σημαντικές μειώσεις. Η χαμηλότερη δυναμική των μισθών αναμένεται να συμβάλει στον μέσο πληθωρισμό κάτω από το 2% την επόμενη διετία.

Οι πληθωριστικές πιέσεις συνεχίζουν να περιορίζονται σημαντικά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη και είναι αρκετά κοντά στο στόχο της ΕΚΤ, καθώς ο πληθωρισμός το Μάιο αυξήθηκε στο 1,9% από 2,2% τον Απρίλιο, επιβράδυνση που οφείλεται κυρίως στις τιμές της ενέργειας. Αντίστοιχα, ο πυρήνας του πληθωρισμού το Μάιο κινήθηκε με παρόμοια τάση στο 2,3% από 2,7% τον προηγούμενο μήνα. Ακολουθώντας η ΕΚΤ προχώρησε τον Ιούνιο όπως αναμενόταν στην περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων της στο 2,15% κατά 25 μ.β. ενώ η περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής αναμένεται να επιβραδυνθεί μέχρι το τέλος του 2025.

2.3 Ιαπωνία:

Η μείωση των εμπορευματικών συναλλαγών ανασταλτικός παράγοντας για την ανάπτυξη

Στάσιμη σε τριμηνιαία βάση παρέμεινε κατά το α' τρίμηνο η οικονομία (0,0%, δ' τρίμ. 24: 0,6%). Θετικά συνέβαλε κυρίως η μεταβολή των αποθεμάτων, ενώ η αβεβαιότητα για τη δασμολογική πολιτική των ΗΠΑ επέδρασε αρνητικά στις καθαρές εξαγωγές. Σε σχέση με το α' τρίμηνο του 2024, το πραγματικό ΑΕΠ ήταν υψηλότερο κατά 1,7% (δ' τρίμ. 24: 1,3%).

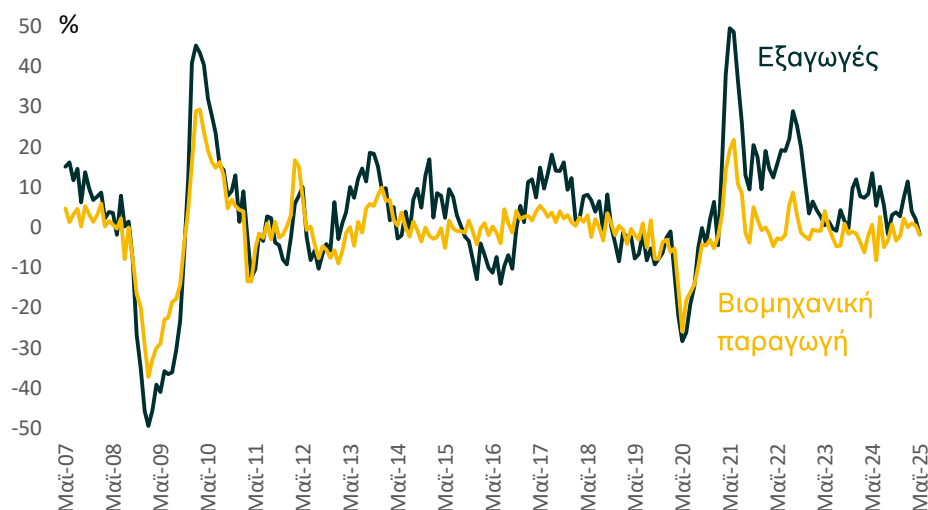
Κατά το β' τρίμηνο, η εικόνα δεν φαίνεται να διαφοροποιείται σημαντικά προδιαγράφοντας τη διατήρηση ενός ήπιου ρυθμού ανάπτυξης σε ετήσια βάση. Θετικά εξακολουθούν να επιδρούν η αύξηση των μισθών που στηρίζει την ιδιωτική κατανάλωση, η ικανοποιητική εταιρική

Κρίσιμης σημασίας η τελική στάση των ΗΠΑ στο θέμα των δασμών για το σύνολο των χωρών

κερδοφορία και η ακόμη αρκετά χαλαρή νομισματική πολιτική. Αντίθετα, η συγκράτηση των εξαγωγών (και συνεπώς και της βιομηχανικής παραγωγής) αναμένεται να συνεχιστεί τόσο λόγω των χαμηλότερων εξαγωγών στις ΗΠΑ, όσο και από τον οξύτερο ανταγωνισμό στις άλλες μεγάλες αγορές λόγω της ανακατεύθυνσης μέρους των «χαμένων» στις ΗΠΑ εξαγωγών.

Επιπλέον, η αβεβαιότητα και ο εμπορικός πόλεμος θα πλήξουν σημαντικά την αναπτυξιακή δυναμική σε παγκόσμιο επίπεδο με τη ζήτηση από το εξωτερικό να περιορίζεται γενικότερα. Πέραν αυτών, η διατήρηση του πληθωρισμού σε σχετικά υψηλό επίπεδο για τα δεδομένα της χώρας (χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Μάι. 25: 3,7%) και η αβεβαιότητα σχετικά με τη σύναψη εμπορικής συμφωνίας με τις ΗΠΑ, παρά την αρχική αισιοδοξία, επιδρούν αρνητικά. Συνεπώς, οι επενδύσεις αναμένεται να είναι ιδιαίτερα συγκρατημένες και θα κατευθύνονται κυρίως στους τομείς των τεχνολογιών αιχμής και της «πράσινης» ανάπτυξης.

Εξαγωγές & Βιομηχανική Παραγωγή (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Στο πλαίσιο αυτό, οι δυνατότητες στήριξης της ανάπτυξης με νέα δημοσιονομικά μέτρα εκτιμάται ότι είναι πολύ περιορισμένες. Το δημόσιο χρέος βρίσκεται ήδη πολύ υψηλά και η ΤτΙ προχωρά πολύ προσεκτικά σε μείωση του χαρτοφυλακίου κρατικών ομολόγων της και σχεδιάζει σε βάθος χρόνου την αύξηση του βασικού επιτοκίου της προκειμένου να οδηγήσει τον πληθωρισμό στο στόχο του 2%. Εκτιμά ότι θα τον πετύχει το 2026. Το πιο πιθανό ενδεχόμενο είναι η ΤτΙ εντός του 2025 να διατηρήσει ως έχει το βασικό επιτόκιο της ή να προβεί σε μία αύξησή του κατά 25 μ.β..

Συμπερασματικά, η ασυνήθιστα υψηλή αβεβαιότητα λόγω της δασμολογικής πολιτικής των ΗΠΑ και των γεωστρατηγικών εξελίξεων καθιστά το οικονομικό περιβάλλον κατά το 2025 σαφώς πιο δύσκολο από ό,τι κατά το 2024.

Ο ρυθμός ανάπτυξης εκτιμάται φέτος να διαμορφωθεί ελαφρά

υψηλότερα του 0,5%, ενώ το 2026 να επιταχυνθεί οριακά κινούμενος προς το 0,8%. Ωστόσο, είναι πιθανό οι ανωτέρω ρυθμοί να είναι τελικά ελαφρά υψηλότεροι εάν υπάρξει, αφενός, επιτυχής κατάληξη των διαπραγματεύσεων με τις ΗΠΑ στον τομέα του εμπορίου και αφετέρου μία ηπιότερη, γενικότερα, στάση των ΗΠΑ σε αυτό το θέμα.

2.4 Κίνα:

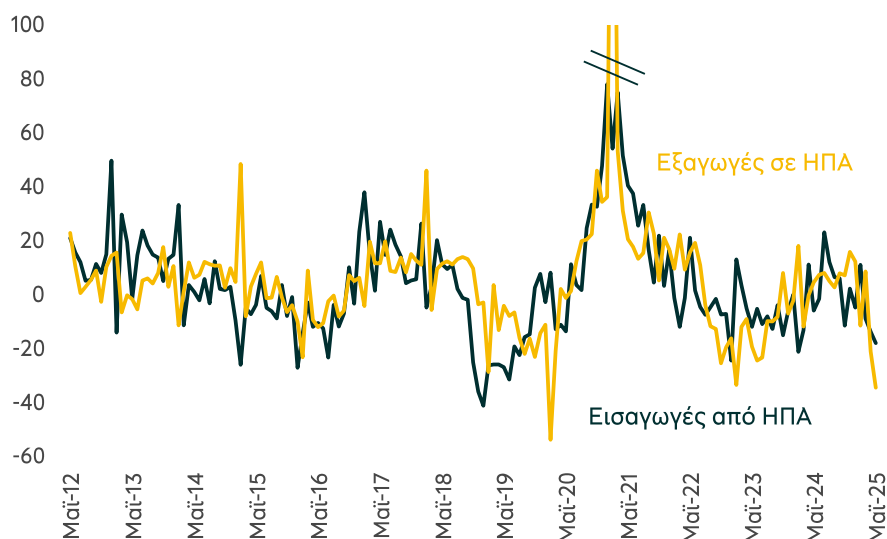
Η σύναψη εμπορικής συμφωνίας με τις ΗΠΑ κρίσιμος παράγοντας για την ανάπτυξη

Συνεχίζεται το β' τρίμηνο το θετικό momentum του α' τριμήνου. Η εσωτερική ζήτηση το κλειδί για την αναπτυξιακή δυναμική μεσοπρόθεσμα.

Η επιβολή κλιμακούμενων δασμών από τις ΗΠΑ στα κινεζικά προϊόντα οδήγησε σε αντίμετρα από την κινεζική πλευρά. Τελικά, **στις 12/5 ανακοινώθηκε αναστολή των εκατέρωθεν δασμών για 90 μέρες και έναρξη διαπραγματεύσεων για τη σύναψη εμπορικής συμφωνίας.** Στο διάστημα αυτό, το ύψος των δασμών θα ανέρχεται γενικά στο 30% για τα κινεζικά προϊόντα και στο 10% για τα αμερικανικά. Οι διαπραγματεύσεις βρίσκονται σε αρκετά προχωρημένο στάδιο και υπάρχει αισιοδοξία για επιτυχή κατάληξή τους.

Κατά το α' τρίμηνο, οι εξαγωγές συνέχισαν να αυξάνονται λόγω της προσπάθειας των Αμερικανών εισαγωγέων να δημιουργήσουν αποθέματα πριν την επιβολή υψηλότερων δασμών. Παράλληλα, συνεχίστηκε η θετική επίδραση των μέτρων που ελήφθησαν κατά το β' εξάμηνο του 2024 για την αντιμετώπιση των δυσεπίλυτων προβλημάτων στην αγορά ακινήτων, αλλά και την τόνωση της ανάπτυξης. Ως αποτέλεσμα, **ο ρυθμός ανάπτυξης κατά το α' τρίμηνο του 2025 διατηρήθηκε στο 5,4% σε ετήσια βάση,**

Εμπορευματικές Συναλλαγές ΗΠΑ-Κίνας (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

εκπλήσσοντας θετικά. Επισημαίνεται ότι και για φέτος ο κυβερνητικός στόχος για τον ρυθμό ανάπτυξης είναι «περίπου 5%».

Κατά το β' τρίμηνο του 2025, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες συνέχισαν να καταδεικνύουν ισχυρή ανάπτυξη, αν και κάποιες ενδείξεις συγκράτησης ήταν ορατές, ιδίως όταν η εμπορική διαμάχη είχε κλιμακωθεί. Παράλληλα, οι αρχές προχώρησαν σε νέα μέτρα στήριξης της οικονομίας (όπως μικρή μείωση ορισμένων βασικών επιτοκίων δανεισμού).

Όμως, παραμένουν η αυξημένη αβεβαιότητα λόγω της έλλειψης ορατότητας στο θέμα των δασμών, οι κίνδυνοι από τις γεωπολιτικές εξελίξεις, η πρόκληση ανακατεύθυνσης των εξαγωγών στις ΗΠΑ προς άλλους προορισμούς και η συγκρατημένη εσωτερική ζήτηση, επηρεάζουν σημαντικά τον προγραμματισμό και την υλοποίηση επενδύσεων. Ενδεικτικό παράδειγμα είναι η αρνητική εξέλιξη για τα κινεζικά ναυπηγεία από την απόφαση των ΗΠΑ να επιβάλλουν σταδιακά αυξανόμενα τέλη για τον ελλιμενισμό πλοίων κινεζικής κατασκευής. Ως αποτέλεσμα, το δημοσιονομικό έλλειμμα ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται και φέτος να διατηρηθεί υψηλό και να ξεπεράσει αυτό του 2024 (προβλέψεις ΔΝΤ: -8,6%, 2024: -7,2%). Ταυτόχρονα, η νομισματική πολιτική παραμένει διευκολυντική της ανάπτυξης. Ωστόσο, η διστακτικότητα των εταιρειών για νέες επενδύσεις και τα προβλήματα στον τομέα των ακινήτων λειτουργούν περιοριστικά στη ζήτηση νέων δανείων.

Συμπερασματικά, ο προβληματισμός για τη δυνατότητα διατήρησης ενός ρυθμού ανάπτυξης της τάξης του 5% μεσοπρόθεσμα παραμένει, ιδίως καθώς η αύξηση της εσωτερικής ζήτησης δεν φαίνεται ακόμη ικανή να στηρίξει έναν ισχυρό ρυθμό ανάπτυξης. Επομένως, η σύναψη ή όχι εμπορικής συμφωνίας με τις ΗΠΑ αποτελεί κρίσιμο αναπτυξιακό παράγοντα και θα προσδιορίσει σε μεγάλο βαθμό τη λήψη επιπλέον μέτρων. **Για φέτος πάντως, η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ αναμένεται να ξεπεράσει ελαφρά το 4,5%, πετυχαίνοντας τον κυβερνητικό στόχο, ενώ το 2026 αναμένεται να διαμορφωθεί γύρω στο 4,0%-4,5%.**

2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

Το διεθνές εμπόριο στο επίκεντρο

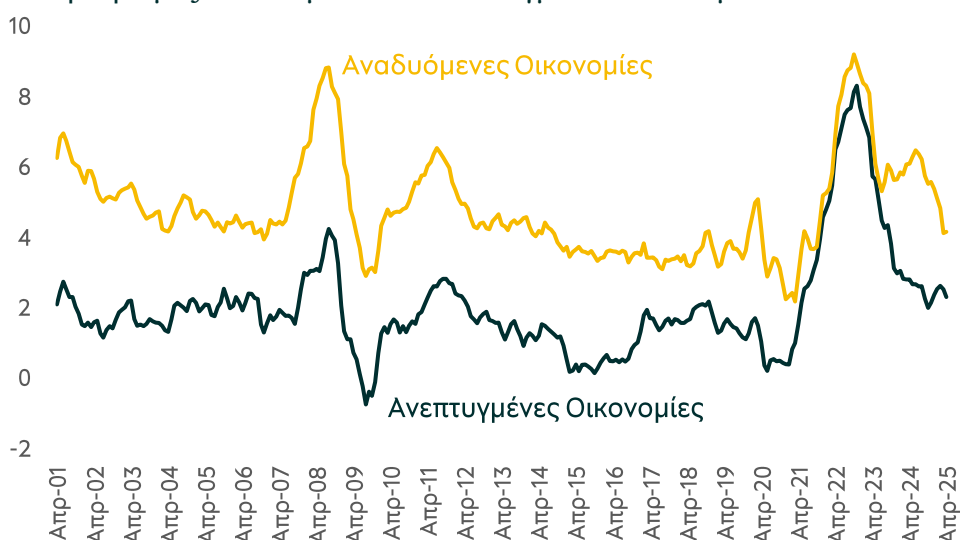
Ο έμμεσος αντίκτυπος των δασμών, όπως η επιβράδυνση στην παγκόσμια ζήτηση αλλά και τα χαμηλότερα επίπεδα επενδύσεων εξαιτίας της αβεβαιότητας της εμπορικής πολιτικής, θα γίνουν πιο αισθητοί τα επόμενα τρίμηνα.

Ο άμεσος αντίκτυπος της εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ στην οικονομική ανάπτυξη των Αναδυόμενων οικονομιών μέχρι στιγμής ήταν περιορισμένος εξαιτίας των χαμηλότερων από τις αναμενόμενες επιβολές δασμών. Ωστόσο, εκτιμάται ότι **ο έμμεσος αντίκτυπος των δασμών, όπως η επιβράδυνση στην παγκόσμια ζήτηση αλλά και τα χαμηλότερα επίπεδα επενδύσεων εξαιτίας της αβεβαιότητας της εμπορικής πολιτικής, θα γίνουν πιο αισθητοί τα επόμενα τρίμηνα.** Η εξασθένιση του δολαρίου αναμένεται να

οδηγήσει τις Κεντρικές Τράπεζες στις αναδυόμενες οικονομίες να συνεχίσουν τον κύκλο χαλάρωσης της νομισματικής τους πολιτικής, περιορίζοντας με αυτό τον τρόπο έως ένα βαθμό τον αντίκτυπο της αβεβαιότητας από την επιβολή δασμών.

Οι βασικοί κίνδυνοι που μπορούν να επιδράσουν αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα το 2025 και 2026 είναι οι πιθανά υψηλότερες τιμές πετρελαίου εν μέσω της σύγκρουσης Ισραήλ-Ιράν, μιας ασθενέστερης -από την αναμενόμενη- οικονομίας στις ΗΠΑ, το ενδεχόμενο ανοδικής πίεσης στις μακροπρόθεσμες αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων καθώς όμως και τις προκλήσεις που υπάρχουν στην εφαρμογή της δημοσιονομικής πολιτικής σε αρκετές Αναδυόμενες οικονομίες.

Πληθωρισμός Αναδυόμενων & Αναπτυγμένων Οικονομιών



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Για το 2025, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επιβραδυνθεί καθώς το πραγματικό ΑΕΠ εκτιμάται στο 4,1% ετησίως από 4,8% το 2024 με βασικό μοχλό στήριξης την εγχώρια ζήτηση αλλά και τις επενδύσεις που έχουν γίνει τα προηγούμενα έτη. Για το 2026, αναμένεται οριακή περαιτέρω επιβράδυνση στο 4,0%.

Η αποδυνάμωση του δολαρίου θα βοηθήσει τη δυναμική του πληθωρισμού και θα διατηρήσει ανοιχτό το ενδεχόμενο για περισσότερες μειώσεις επιτοκίων στις κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων αγορών. **Παρατηρείται μείωση των προσδοκιών για τον πληθωρισμό στις περισσότερες αναδυόμενες οικονομίες, ενώ και οι χαμηλότερες τιμές των εισαγόμενων αγαθών σε τοπικό νόμισμα αναμένεται να επιβραδύνουν τον πληθωρισμό τους επόμενους μήνες.** Με βάση τα παραπάνω, η πλειοψηφία των κεντρικών τραπεζών αναμένεται να συνεχίσει τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής.

3.1 ΗΠΑ :

Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψη

Νέα ιστορικά υψηλά για S&P 500 και Nasdaq.

Οι υψηλές αποτιμήσεις όμως δεν βοηθούν.

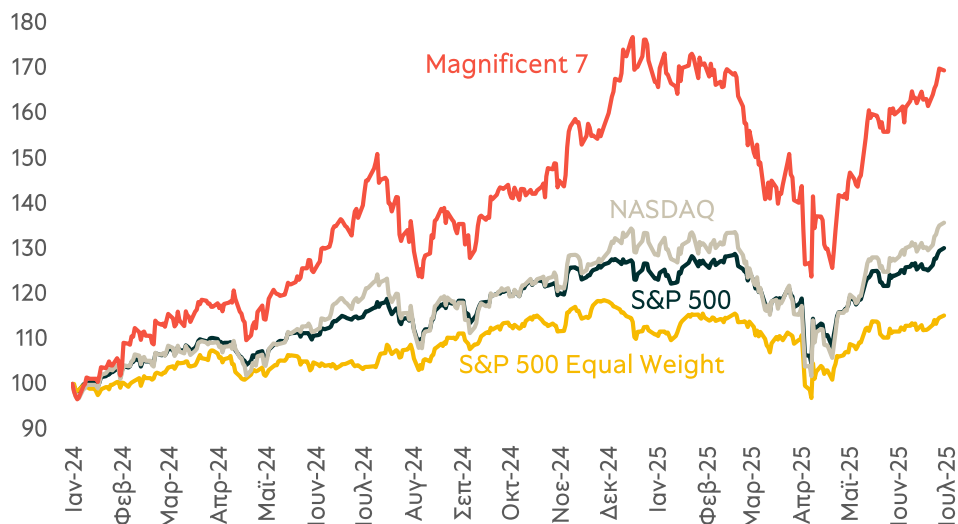
Ανοδικά κινήθηκαν οι μετοχικοί δείκτες στις ΗΠΑ, το β' τρίμηνο του έτους, αντιστρέφοντας τις απώλειες του α' τριμήνου, καταγράφοντας νέα ιστορικά υψηλά (S&P 500, Nasdaq 100 και Nasdaq). Πιο συγκεκριμένα, ο S&P 500 αυξήθηκε κατά 10,94% για να κλείσει στο +6,20% (συνολική απόδοση εξαμήνου). Ο ισοβαρής S&P 500 (Equal Weight) αυξήθηκε κατά 5,46% για να κλείσει στο +4,82%. Ο Nasdaq 100 αυξήθηκε κατά 17,86% για να κλείσει στο +8,35% και ο Nasdaq αυξήθηκε κατά 17,97% για να κλείσει στο +5,86%. Τέλος οι συνήθεις ύποπτοι (Magnificent 7) αυξήθηκαν κατά 21% για να κλείσουν το εξάμηνο στο +1,66%.

Αξιοσημείωτο της ανοδικής κίνησης αυτής είναι το γεγονός ότι πραγματοποιήθηκε ενώ οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των αντίστοιχων δεικτών υποχώρησαν για το τέλος του έτους (Δεκ. 2025). Το αποτέλεσμα είναι, οι αποτιμήσεις να αυξηθούν σε επίπεδα που ξεπερνούν κατά πολύ τους μέσους όρους των τελευταίων ετών. Εξαιρεση αποτελεί ο δείκτης μεσαίας κεφαλαιοποίησης (S&P 600) που διαπραγματεύεται σημαντικά κάτω από τον αντίστοιχο μέσο όρο (-27,91%).

Σε κλαδικό επίπεδο η τεχνολογία (+22%) οι εταιρίες επικοινωνίας (+16%) και οι Τράπεζες (+14%) είναι αυτοί που ξεχώρισαν το β' τρίμηνο. Η Υγεία (-8%), η Ενέργεια (-7%) και το Real Estate (-1%) είναι οι κλάδοι που υποαπέδωσαν αντίστοιχα.

Το λογικό επακόλουθο των νέων υψηλών που καταγράφουν οι μετοχές στις ΗΠΑ, μετά τον κλυδωνισμό που προκάλεσε η κήρυξη του εμπορικού πολέμου, θα ήταν ότι τελικά — για τις ΗΠΑ — όχι μόνο το σοκ της “Ημέρας

S&P 500, S&P 500 Equal Weight, Nasdaq, Magnificent 7



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

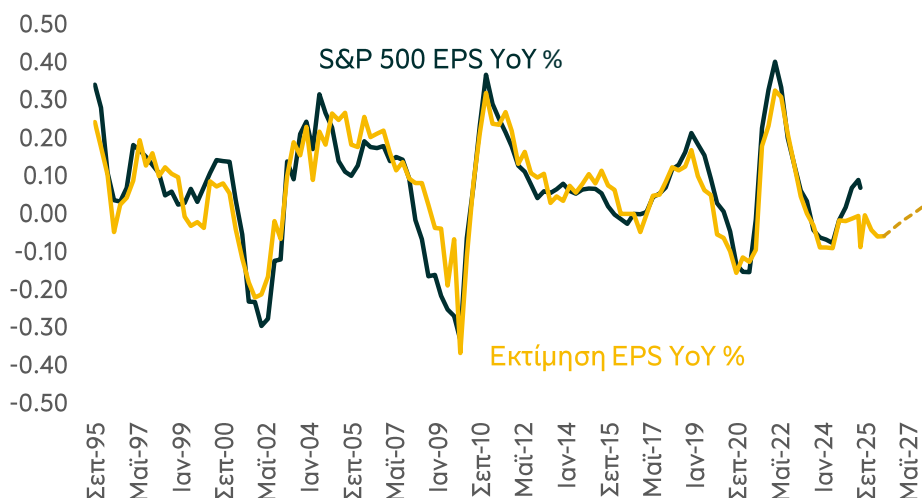
Οι εξελίξεις περί δασμών αναδιαμορφώνουν τα θεμελιώδη των δεικτών

Αποτιμήσεις, Ανάπτυξη και Πληθωρισμός τα βασικά αίτια της αβεβαιότητας

Απελευθέρωσης” (Liberation Day) αποδείχθηκε θετικό, αλλά και ότι αντιστάθμισε τις ανησυχίες που είχαν ήδη αρχίσει να βαραίνουν τους αμερικανικούς δείκτες (την αβεβαιότητα σχετικά με τα περιθώρια κερδοφορίας της τεχνητής νοημοσύνης μετά την εμφάνιση της κινεζικής Deepseek και τον κίνδυνο από τον δημοσιονομικό εκτροχιασμό). Αυτό όμως είναι παράδοξο: ακόμα και σε ένα αισιόδοξο σενάριο, οι δασμοί αναμένεται να διαμορφωθούν στο 10% από το σημερινό επίπεδο του 2%. Το πιθανότερο λοιπόν αποτέλεσμα δεν θα είναι μια βελτίωση της σχέσης ανάπτυξης/πληθωρισμού. Οι νέες παραδοχές που έχουν πρόσφατα ενσωματωθεί στις αγορές θα πρέπει να αναζητηθούν αλλού: πρώτον, ότι ο Αμερικανός πρόεδρος λαμβάνει υπόψη του την πορεία των αγορών στις αποφάσεις του και δεύτερον, ότι πλέον ασκεί πιο έντονες πιέσεις στη Fed για μείωση των επιτοκίων.

Καθώς ο πληθωρισμός και τα ελλείματα διατηρούν τα επιτόκια σε υψηλά επίπεδα, ο πρόεδρος Τραμπ όχι μόνο προσφέρει ένα είδος “προεδρικού PUT”, αλλά και πιέζει — σε αντίθεση με τα θεμελιώδη δεδομένα — για την επιστροφή του “Fed PUT”, (που δεδομένης της δυναμικής του εμπορικού πολέμου θα επέστρεφε είτε με την εμφάνιση μιας ύφεσης, **είτε μετά από σημαντικές διακυμάνσεις στις αγορές**). Τώρα όμως, ο συνδυασμός αυτός έχει τη δυνατότητα μεν να συντηρήσει την άνοδο των χρηματιστηριακών αγορών, ενέχει όμως σημαντικό κίνδυνο αποσταθεροποίησης στις αγορές συναλλάγματος και ομολόγων — και τελικά και στις ίδιες τις μετοχές. Μια τέτοια άνοδος, κατά πάσα πιθανότητα, θα συνοδεύεται από περαιτέρω αύξηση των (ήδη πολύ υψηλών) αποτιμήσεων, καθώς οι πρόδρομοι δείκτες δεν συνηγορούν σε μια θετική έκπληξη στην κερδοφορία. Η μέχρι τώρα πορεία των κερδών (εξαιρουμένης της απότομης εμφάνισης και κυριαρχίας της Nvidia) έχει κινηθεί σε ευθυγράμμιση με αυτούς τους δείκτες (ISM, νέες παραγγελίες/ αποθέματα, πληθωρισμός, καμπύλη 10-2 ετών, σχέση με πραγματική κερδοφορία όλων των εταιρειών της οικονομίας). Μια θετική έκπληξη στην κερδοφορία θα μπορούσε τελικά να προέλθει είτε από την παρατηρούμενη

S&P 500 EPS vs. Estimate



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

αποδυνάμωση του δολαρίου, είτε από αύξηση των επαναγορών μετοχών από τις ίδιες τις εταιρείες, αλλά αυτά μάλλον θα καλύψουν το κενό που προσδιορίζουν οι πρόδρομοι δείκτες παρά θα οδηγήσουν σε μια θετική έκπληξη στην μελλοντική κερδοφορία (από το αναμενόμενο 14% για το 2026).

Προσθέτοντας στα παραπάνω την αυξημένη μεταβλητότητα των αγορών λόγω της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, τις εκτιμήσεις για τον πληθωρισμό, τις επιπτώσεις του στην κερδοφορία των εταιριών και γενικότερα στην οικονομία, μας οδηγεί στο να διατηρήσουμε την ήπια αρνητική άποψη για την μετοχική αγορά των ΗΠΑ. Ως εκ τούτου θεωρούμε προτιμότερη την θέση στον ισοβαρή δείκτη συγκριτικά με τον S&P 500 καθώς, οι εκτιμήσεις κερδοφορίας του πρώτου, για τέλος χρόνου, βρίσκονται στα ίδια επίπεδα με τον S&P 500 αλλά οι αποτιμήσεις του, (EV / EBITDA, Debt / Equity, P/CF, P/BK και μερισματική απόδοση) υπερτερούν έναντι του δευτέρου. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από το γεγονός ότι ο ισοβαρής δείκτης διαπραγματεύεται με P/E χαμηλότερο από τον μέσο όρο των τελευταίων δεκατριών ετών (17,54x έναντι μ.ο. 18,58x).

Ο συνδυασμός αμυντικών και κυκλικών κλάδων προσφέρει την καλύτερη άμυνα σε περιόδους αβεβαιότητας.

Σε επίπεδο κλάδων καταλήγουμε πως οι **αμυντικοί κλάδοι** επηρεάζονται λιγότερο από πιθανές πληθωριστικές πιέσεις και από τις δασμολογικές επιπτώσεις που αναμένεται να επιφέρουν απογοητεύσεις στην κερδοφορία. Παράλληλα οι **κυκλικοί κλάδοι** ωφελούνται στην περίπτωση που η Fed θα προχωρήσει σε μείωση του βασικού επιτοκίου και στην περίπτωση που η οικονομία αποδειχθεί ανθεκτικότερη του αναμενόμενου (ήπια επιβράδυνση). Πιο συγκεκριμένα, από τους αμυντικούς κλάδους, συνεχίζουμε να προτιμούμε τις εταιρείες **Κοινής Ωφέλειας (Utilities)**, μιας και διαθέτει υψηλή μερισματική απόδοση (2,96%) και αποτιμήσεις (P/CF, P/BK και EV to EBITDA) χαμηλότερες του δείκτη. Παράλληλα αναμένουμε πως η κινητικότητα προς το AI / Data Centers και οι βλέψεις για στροφή της μεταποίησης στο εσωτερικό της Αμερικής, θα οδηγήσει στην αύξηση της ζήτησης για ηλεκτρική ενέργεια καθιστώντας τον κλάδο ελκυστικό με ικανοποιητικό περιθώριο ανάπτυξης. Επιπλέον, συνεχίζουμε να επιλέγουμε τον κλάδο της **Υγείας (αμυντικός)** καθώς έχει υποαποδώσει σημαντικά έναντι του S&P 500 και προσφέρει τις χαμηλότερες αποτιμήσεις (EV/Ebitda, Debt/equity, P/Bk και P/CF) μεταξύ των κλάδων. Επίσης ο κλάδος στηρίζεται από την υψηλότερη μερισματική απόδοση (3,52%) γεγονός που τον θωρακίζει, μαζί με την ανελαστικότητα της ζήτησης, σε περιόδους επιβράδυνσης. Αναφορικά με τους **Κυκλικούς κλάδους**, ξεχωρίζουμε τις **Τράπεζες** καθώς διαθέτουν περιθώριο ανόδου λόγω της ανθεκτικότητας της οικονομίας και την επιτυχία που κατέγραψαν στα Stress tests που διεξήγαγε η Fed. Παράλληλα, η δυνητική μείωση των επιτοκίων θα απελευθερώσει διαθέσιμα κεφάλαια για επανεπένδυση. Ταυτόχρονα, παρουσιάζουν ελκυστικές αποτιμήσεις, όπως υψηλές μερισματικές αποδόσεις (αύξηση μερισματικών αποδόσεων κατά 15,64% και εξαγγελίες για buybacks μετά από το επιτυχές Stress test) με το χαμηλότερο PEG Ratio και P/BK. Επιπρόσθετα, διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο της **Ενέργειας** αφού διαπραγματεύεται με την μεγαλύτερη μερισματική απόδοση

Κυκλικοί κλάδοι λογικά αποτιμημένοι προφυλάσσουν στην περίπτωση επιβράδυνσης και όχι ύφεσης

(3,56%) και τα χαμηλότερα EV/EBITDA και Debt/Equity μεταξύ των κλάδων. Επιπλέον, σύμφωνα με πρόδρομους δείκτες φαίνεται πως αποδίδει θετικά σε φάσεις ήπιας οικονομικής επιβράδυνσης. Σχετικά με τους **αναπτυξιακούς κλάδους**, συνεχίζουμε να προτιμούμε τις **Υπηρεσίες Επικοινωνίας** λόγω της ισχυρής κερδοφορίας και των ελκυστικών αποτιμήσεων καθώς διαπραγματεύεται με χαμηλότερο P/E τόσο σε σχέση με τον δείκτη όσο και με την ιστορικότητά του. Απεναντίας, παραμένουμε επιφυλακτικοί στον κλάδο της Τεχνολογίας, εξαιτίας των υψηλών αποτιμήσεων που σημειώνει. Σε αντιδιαστολή με την ικανοποιητική κερδοφορία, υπάρχει ευρύ κενό που δημιουργείται μεταξύ επενδύσεων γύρω από την τεχνητή νοημοσύνη και της εκτιμώμενης κερδοφορίας που αναμένεται να επιφέρει, με τους αναλυτές να αναρωτιούνται για το πότε και πόσο θα αποδώσουν οι δαπάνες ύψους ενός τρισεκατομμυρίου που αναμένεται να επενδυθούν μέχρι το 2030. Ακόμη η ένταξη της τεχνητής νοημοσύνης στην λειτουργία των επιχειρήσεων θα επανακαθορίσει την κερδοφορία μεταβιβάζοντας έσοδα από τις εταιρίες παραγωγής ημιαγωγών (semiconductors) σε εταιρίες που τους εκμεταλλεύονται. Τέλος, συνεχίζουμε να επιλέγουμε τους **Dividend Aristocrats** λόγω της ασφάλειας που παρέχει η μερισματική απόδοση σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας.

3.2 Ευρωζώνη :

Ήπια Αρνητική άποψη

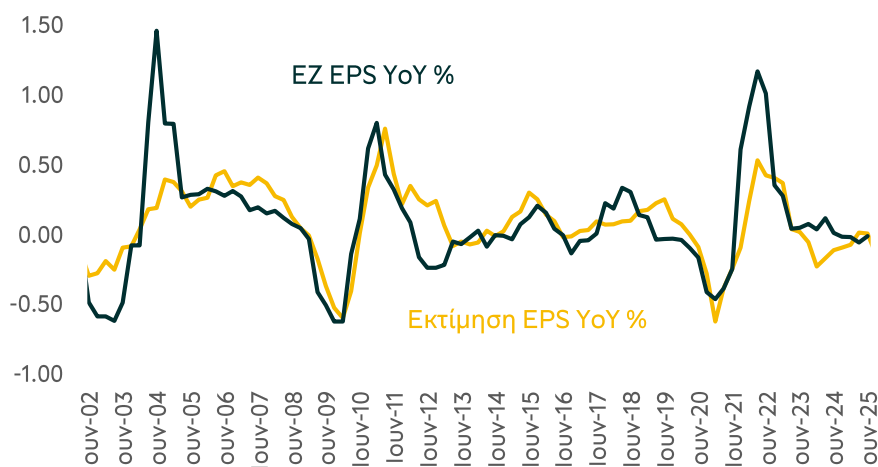
Η εκτίμηση για την κερδοφορία των εταιριών εξαρτάται από την πορεία των μακροοικονομικών στοιχείων της ΕΖ. Οι δασμοί, η δημοσιονομική μεταρρύθμιση της Γερμανίας και το πακέτο φορολογικών ελαφρύνσεων των επιχειρήσεων θα επηρεάσει τα κέρδη.

Το β' τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx κινήθηκε ανοδικά υποαποδίδοντας ωστόσο του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World. Στη Γερμανία, μετά την εξαγγελία για δημοσιονομική μεταρρύθμιση σε επενδύσεις στον τομέα της άμυνας και των υποδομών, προστέθηκε και η έγκριση του πακέτου φορολογικών ελαφρύνσεων για επιχειρήσεις ύψους 46 δις ευρώ με στόχο την επανεκκίνηση της ανάπτυξης. Τα μακροοικονομικά στοιχεία της Ευρωζώνης (ΕΖ) ήταν ελαφρώς θετικά το προηγούμενο τρίμηνο και τα στοιχεία για τον πληθωρισμό διαμορφώθηκαν χαμηλότερα από τις προβλέψεις. Μετά την αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων τον Ιούνιο, η επικεφαλής της ΕΚΤ ανέφερε ότι ο τρέχον κύκλος χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής πλησιάζει στο τέλος του, προειδοποίησε ωστόσο ότι παραμένουν τα ρίσκα για την ανάπτυξη. Συγκεκριμένα ανέφερε ότι μια περαιτέρω κλιμάκωση των παγκόσμιων εμπορικών εντάσεων μπορεί να επιβραδύνει την ανάπτυξη της ευρωζώνης μέσω της μείωσης των εξαγωγών, των επενδύσεων και της κατανάλωσης.

Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιριών του Euro Stoxx (EPS) είναι θετικές αλλά έχουν περιοριστεί στο 5,4% για το 2025. Προκειμένου να υποστηριχθούν οι προσδοκίες της αγοράς για την κερδοφορία των εταιριών

απαιτείται σημαντική βελτίωση στα μακροοικονομικά στοιχεία αφ' ενός, αφετέρου η επιβολή των δασμών και το δυνατό ευρώ θα πλήξουν την κερδοφορία των εταιριών. Σύμφωνα με τα στοιχεία που επηρεάζουν τα κέρδη των εταιριών της ΕΖ, όπως η κερδοφορία των εταιριών στις ΗΠΑ, η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου, το spread των 10ετών ομολόγων της ΕΖ με τις ΗΠΑ, η δίκαιη τιμή για τα EPS της ΕΖ παραμένει σε χαμηλά επίπεδα.

Euro Stoxx EPS YoY % & Εκτίμηση EPS YoY %



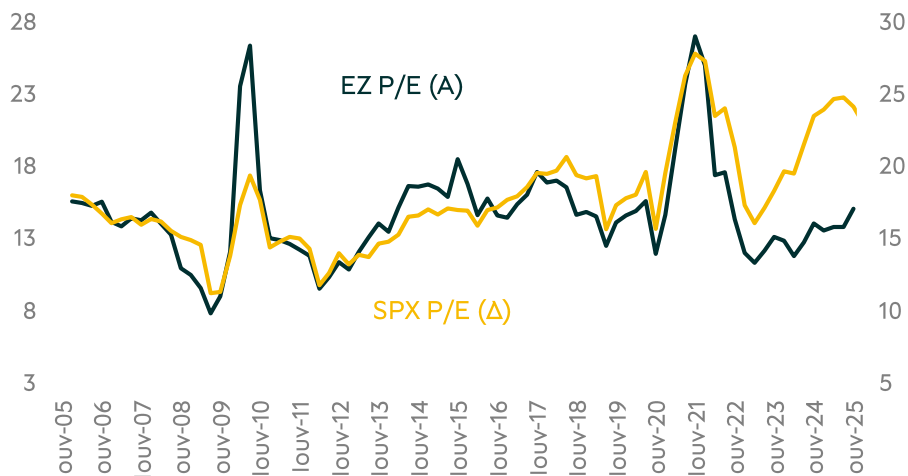
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Σε όρους αποτιμήσεων (P/E), η αγορά της ΕΖ παρά την ανοδική της κίνηση τα δύο πρώτα τρίμηνα του έτους εξακολουθεί να εμφανίζεται αρκετά πιο φθηνή από την αμερικανική αγορά, καθώς παραμένει η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της οικονομίας της ΕΖ εν μέσω δασμών και γεωπολιτικών εξελίξεων. Το P/E της ΕΖ ακολουθεί γενικά το P/E του αμερικανικού δείκτη S&P 500 καθώς εμφανίζει υψηλή συσχέτιση, ωστόσο για να κινηθεί ανοδικά απαιτείται βελτίωση των οικονομικών συνθηκών στην ΕΖ. Η νομισματική πολιτική έχει γίνει πιο υποστηρικτική από την ΕΚΤ και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος M1 συνεχίζει να κινείται ανοδικά, ωστόσο χρειάζεται η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας των μεγαλύτερων οικονομιών της ΕΖ (Γερμανίας Γαλλίας). Παρότι διατηρείται η αβεβαιότητα για την οικονομία της ΕΖ αναμένεται κάποια σύγκλιση του P/E της με το P/E του αμερικανικού δείκτη.

Η δημοσιονομική χαλάρωση και το πακέτο των φορολογικών ελαφρύνσεων για τις επιχειρήσεις στη Γερμανία θα έχει θετική επίπτωση στην κερδοφορία των εταιριών η οποία θα εμφανιστεί πιθανόν από το 2026 και μετά. Από την άλλη πλευρά, το ισχυρό ευρώ αναμένεται να πλήξει την κερδοφορία των ευρωπαϊκών μετοχών. Η αβεβαιότητα για την οικονομία παραμένει, ωστόσο η δημοσιονομική χαλάρωση και οι σχετικά χαμηλές αποτιμήσεις εμποδίζουν την πτώση των τιμών της αγοράς.

Μεταβάλλουμε την άποψή μας για την ΕΖ από αρνητική σε ήπια αρνητική.

Euro Stoxx P/E vs. S&P 500 P/E



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Επιλογή αμυντικών κλάδων και κλάδων με λογικές αποτιμήσεις

Με την αβεβαιότητα για την δυναμική της ανάπτυξης στην Ευρωζώνη να παραμένει, διαλέγουμε ένα μείγμα αμυντικών και κυκλικών κλάδων με αποτιμήσεις οι οποίες να μπορούν να αντέξουν μια σχετικά περιορισμένη αρνητική έκπληξη.

Οι κλάδοι που ξεχώρισαν σε απόδοση το β' τρίμηνο του έτους ήταν τα Ακίνητα, οι Τράπεζες και η Κοινή Ωφέλεια, ενώ τις μεγαλύτερες απώλειες κατέγραψαν οι κλάδοι της Ενέργειας, της Υγείας και των Κυκλικών Προϊόντων.

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, καθώς εμφανίζει δυνατά θεμελιώδη στοιχεία. Οι συνεχιζόμενες επενδύσεις για τον εκσυγχρονισμό των δικτύων και την κάλυψη της αυξανόμενης ζήτησης για ψηφιακές υπηρεσίες θα οδηγήσουν στην περαιτέρω ανάπτυξή τους, με τους αναλυτές να αναμένουν άνοδο των EPS για το 2025 (+33%). Οι αποτιμήσεις του κλάδου παραμένουν σε λογικά επίπεδα.

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Τραπεζών ο οποίος συνέχισε την ανοδική του πορεία και το β' τρίμηνο, παραμένοντας φθηνός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 8,5x) με υψηλή μερισματική απόδοση (5,8%).

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο της Κοινής Ωφελείας, καθώς είναι αμυντικός. Παρά την ανοδική του κίνηση από την αρχή του έτους ο κλάδος διατηρεί ελκυστική αποτίμηση με P/E 13,6x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,2%).

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Ακινήτων, ο οποίος σημείωσε θετική απόδοση το β' τρίμηνο, με τις προσδοκίες για την κερδοφορία των εταιριών να είναι ενισχύονται για το τρέχον έτος (+9,8%). Ο κλάδος έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 12,7x και υψηλή μερισματική απόδοση (5%).

Ο κλάδος της Ενέργειας υποαπέδωσε το β' τρίμηνο σημειώνοντας μεγάλη μεταβλητότητα το τελευταίο διάστημα παράλληλα με την μεταβλητότητα της τιμής του πετρελαίου λόγω των γεωπολιτικών αναταράξεων. Παρά τις καλές αποτιμήσεις του κλάδου οι αναλυτές αναμένουν μείωση των κερδών των εταιριών για το τρέχον έτος. **Υποβαθμίζουμε την άποψή μας από θετική σε ουδέτερη.**

3.3 Ιαπωνία, Αναδυόμενες Αγορές & Κίνα :

Ήπια Αρνητική

Οριακή ανάπτυξη σε συνδυασμό με τον αντίκτυπο των πολιτικών προστατευτισμού των ΗΠΑ, επηρεάζουν το κλίμα αρνητικά

Η ιαπωνική μετοχική αγορά σημείωσε άνοδο το β' τρίμηνο του έτους αν και υποαπέδωσε του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World. Τα μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας δείχνουν οριακή βελτίωση. Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας διατήρησε αμετάβλητο το επιτόκιο τον Ιούνιο και επεσήμανε ότι η ανάπτυξη είναι πιθανόν να επηρεαστεί αρνητικά λόγω παραγόντων όπως το εμπόριο, κάτι που θα οδηγήσει σε επιβράδυνση των οικονομιών του εξωτερικού και μείωση των εγχώριων εταιρικών κερδών. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τις εταιρίες του ιαπωνικού δείκτη TOPIX έχει ενισχυθεί οριακά σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο (+12%) για το 2025, ωστόσο η επιβολή των δασμών θέτει σε κίνδυνο την κερδοφορία των εταιριών. Σε όρους αποτίμησης (P/E 13,9x) η μετοχική αγορά είναι φθηνότερη από την αμερικανική και από την ευρωπαϊκή αγορά. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία.**

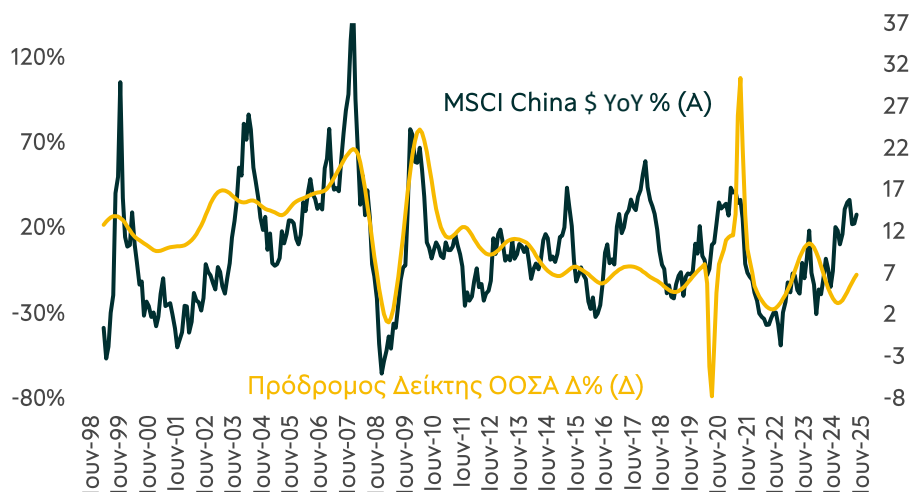
Εξωτερικό εμπόριο, συναλλαγματικές ισοτιμίες με το δολάριο και δασμοί επηρεάζουν αρνητικά τις αποδόσεις

Διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τις Αναδυόμενες Αγορές και την Κίνα. Το β' τρίμηνο ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (AA) σε δολάριο συνέχισε να υπεραποδίδει του μετοχικού δείκτη MSCI World, ωστόσο η μετοχική αγορά της Κίνας σημείωσε αρκετά μικρότερη άνοδο. Η ανάπτυξη των AA παραμένει σαφώς υψηλότερη των ανεπτυγμένων αγορών, ωστόσο αναμένεται μικρότερη άνοδος του ΑΕΠ για την τρέχουσα και την επόμενη χρονιά σε σχέση με το 2024. Ο πληθωρισμός βαίνει μειούμενος αλλά το εξωτερικό εμπόριο αντιμετωπίζει προκλήσεις λόγω δασμών, γεωπολιτικών κινδύνων και μετακίνησης της παραγωγής μεταξύ των χωρών. Η ανάπτυξη των AA αναμένεται να προέλθει κυρίως από την εσωτερική ζήτηση και δραστηριότητα. Οι εμπορικές εντάσεις με τις ΗΠΑ, προκαλούν αβεβαιότητα ενώ και οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των AA έναντι του δολαρίου επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχικών αγορών. Σε περίπτωση που η FED μειώσει επιτόκια νωρίτερα του αναμενόμενου θα υπάρξει ανοδική αντίδραση στις AA, ωστόσο αυτό δεν αποτελεί το βασικό μας σενάριο. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών παραμένει υψηλότερη από της ΕΖ (15,8% για το 2025) και σε όρους αποτίμησης (P/E 13,1x) βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο από αυτό της ΕΖ.

Διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας και εμπορικός πόλεμος με τις ΗΠΑ έχουν αρνητική επίπτωση στις αποδόσεις.

Στην Κίνα το ΑΕΠ αναπτύχθηκε το α' τρίμηνο υψηλότερα του αναμενόμενου καθώς επιταχύνθηκε η παραγωγή των εργοστασίων προτού τεθούν σε εφαρμογή οι υπέρογκοι αμερικανικοί τελωνειακοί δασμοί. Η εμπορική συμφωνία με τις ΗΠΑ που φαίνεται ότι έχει επιτευχθεί μπορεί να άρει μέρος της αβεβαιότητας για την οικονομία. Ωστόσο η ανοδική κίνηση της μετοχικής αγοράς κατά 38% από τα χαμηλά του Νοεμβρίου του 2024, έχει προεξοφλήσει πολλές θετικές εξελίξεις για την οικονομία. Παραμένουν οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας, καθώς εξακολουθούν να βρίσκονται σε χαμηλό επίπεδο οι τιμές, δεν επιταχύνθηκε ιδιαίτερα η πιστωτική δυναμική της οικονομίας και εξακολουθεί να είναι προβληματική η αγορά κατοικίας. Οι χαμηλές αποτιμήσεις των κινέζικων μετοχών και η σχετικά ισχυρότερη ανάπτυξη θα μπορούσαν να συνεχίσουν να στηρίζουν τις κινέζικες μετοχές. Ωστόσο **η αβεβαιότητα για την τελική έκβαση του εμπορικού πολέμου, αλλά και ο κίνδυνος γεωπολιτικών επεισοδίων αντισταθμίζουν με το παραπάνω το συγκριτικό πλεονέκτημα στα θεμελιώδη.**

MSCI China σε USD (YoY %) & Πρόδρομος Δείκτης ΟΟΣΑ (Δ%)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Ομόλογα

04

4.1 ΗΠΑ| Κρατικά:

Διατηρούμε την Ήπια Θετική άποψή μας

Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη, καθώς θεωρούμε ότι οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη είναι μεγαλύτεροι από ότι η αγορά προεξοφλεί.

Οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων παρέμειναν **σε εύρος διακύμανσης** το β' τρίμηνο, παρόλο που υπήρξαν αρκετοί παράγοντες που θα δικαιολογούσαν ενισχυμένη μεταβλητότητα (υποβάθμιση ΗΠΑ, εμπορικές διαμάχες, γεωπολιτική αναταραχή, αντιφατικά οικονομικά μεγέθη). Το γεγονός αυτό αντικατοπτρίζεται και στη διακύμανση του δείκτη μεταβλητότητας ομολόγων MOVE, ο οποίος δεν παρουσίασε ιδιαίτερη μεταβλητότητα.

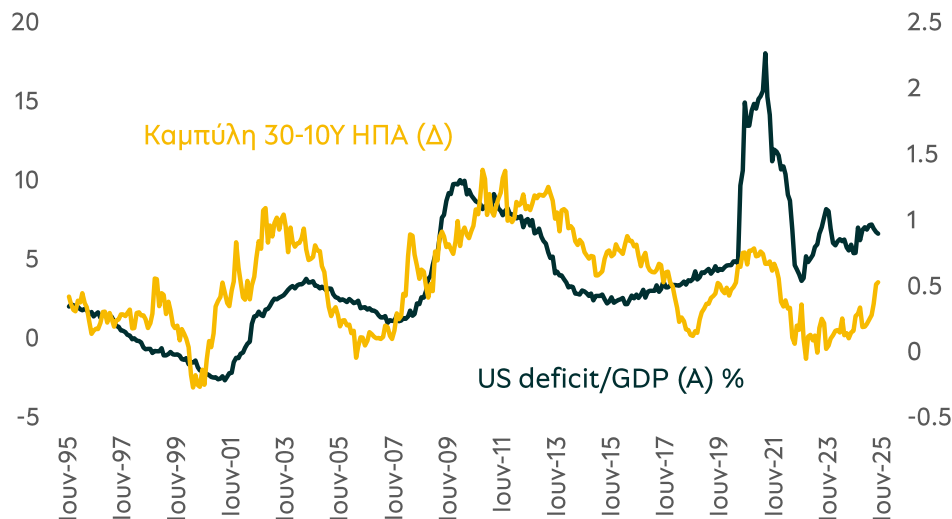
Η υποβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης των ΗΠΑ από την Moody's δεν επηρέασε, παρά μόνο εξαιρετικά βραχυπρόθεσμα την αγορά, καθώς ήταν εν πολλοίς αναμενόμενη. Η αγορά ομολόγων στις ΗΠΑ προεξοφλεί (χωρίς αυτό να υποστηρίζεται από πολύ επιδεινωμένα μεγέθη) ότι τον Σεπτέμβριο η Fed θα αρχίσει να μειώνει τα επιτόκια (πιθανότητα 100% για μείωση κατά 25 μ.β.). Ο πιθανός διορισμός του επόμενου Προέδρου της Fed, ο οποίος προεξοφλείται ότι θα είναι ένα άτομο που θα έχει ταχθεί υπέρ της μείωσης επιτοκίων αναμένεται να ασκήσει πιέσεις στον Powell, οδηγώντας τον σε πρόωρη παραίτηση ή σε καθεστώς «ομηρίας». **Το γεγονός αυτό, αν και λογικά θα περίμενε κανείς ότι θα αντιμετωπιζόταν ως παρέμβαση στην ανεξαρτησία της Fed και θα είχε αρνητικό αντίκτυπο στις τιμές, ωστόσο από την αγορά ερμηνεύεται θετικά λόγω της προσδοκίας μείωσης των επιτοκίων, οδηγώντας χαμηλότερα τις αποδόσεις.**

Κύρια ανησυχία της αγοράς ομολόγων αποτελεί η ψήφιση και **ο βαθμός υλοποίησης του αμερικανικού νομοσχεδίου One Big Beautiful Bill**, το οποίο εμπεριέχει εμπροσθοβαρείς φορολογικές μειώσεις, αμφίβολης υλοποίησης περικοπές εξόδων και αυξήσεις εσόδων από τους δασμούς. Το γεγονός αυτό αυξάνει τον προβληματισμό για το **δημοσιονομικό έλλειμμα**, κάτι που οδήγησε το τελευταίο διάστημα σε αύξηση των αποδόσεων. Η διάταξη 889 στον προϋπολογισμό των ΗΠΑ που θα είχε επιφέρει πρόσθετους φόρους σε όσους επένδυαν σε αμερικανικά assets (και κατ' επέκταση και treasuries) αποσύρθηκε, γεγονός θετικό για τα αμερικανικά ομόλογα καθώς δεν θα προκαλέσει εκροές. **Οι καθαρές θέσεις πωλήσεις (Net shorts)** αν και **έχουν μειωθεί από τα πολυετή υψηλά τους**, παραμένουν ωστόσο σχετικά αυξημένες καταδεικνύοντας το επίπεδο ανησυχίας των επενδυτών.

Η αγορά ομολόγων επικεντρώνεται επίσης στις συνιστώσες της ανάπτυξης. Ορισμένα μακροοικονομικά μεγέθη όπως παραγγελίες διαρκών καταναλωτικών αγαθών, δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης, βιομηχανική παραγωγή, λιανικές πωλήσεις κτλ. παρουσιάζουν ασυνήθιστες μηνιαίες μεταβολές λόγω προ- δράσεων εξαιτίας του εμπορικού πολέμου. Παράλληλα, πρόδρομοι δείκτες όπως ο ISM μεταποίησης δείχνουν αδυναμία, γεγονός που συνηγορεί σε χαμηλότερες αποδόσεις στη λήξη ομολόγων. Όταν λόγω της κλιμάκωσης του εμπορικού πολέμου η πιθανότητα ύφεσης στις ΗΠΑ για το

2025 διαμορφώθηκε στο 65%, η αγορά έδειξε ότι ανησυχεί περισσότερο για την επίπτωση στην ανάπτυξη παρά για τον πληθωρισμό, οδηγώντας την απόδοση του 10ετούς ομολόγου σε χαμηλό (3,86%) από τον Οκτώβριο του 2024.

Spread 30 - 10 yr & US Deficit—Surplus / Nominal GDP



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Αντίθετα, η αγορά εργασίας αν και έχει αποθερμανθεί από το προηγούμενο έτος, παραμένει ανθεκτική, ιδιαίτερα ως προς το ποσοστό ανεργίας και τις θέσεις εκτός αγροτικού τομέα. Εμφανίζονται βέβαια ορισμένες ενδείξεις αδυναμίας (π.χ. στην αγορά ακινήτων) οι οποίες συνεκτιμώνται με την συνολικότερη εικόνα. Παράλληλα, η επίπτωση των δασμών στους ρυθμούς ανάπτυξης προς το παρόν δεν έχει αποτυπωθεί.

Ο πληθωρισμός συνεχίζει και αποκλιμακώνεται έστω και με χαμηλότερους ρυθμούς. Προς το παρόν δεν έχει παρατηρηθεί αξιοσημείωτη μεταβολή παρά μόνο σε ορισμένες κατηγορίες (παιχνίδια), αν και είναι πρόωρο να εκτιμηθεί το εύρος της επίπτωσης. Τα παραπάνω συνολικά συνηγορούν σε χαμηλότερες αποδόσεις.

Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια θετική μας στάση στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ, καθώς αν και αναγνωρίζουμε ότι οι αποδόσεις αναμένεται να συνεχίσουν να διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης το προσεχές διάστημα, θεωρούμε περισσότερο πιθανό να κινηθούν στο καθοδικό παρά στο ανοδικό όριο. Οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη θεωρούμε ότι εμφανίζονται υψηλότεροι από ότι η αγορά προεξοφλεί.

Παράγοντες ρίσκου για την στρατηγική μας αποτελούν κυρίως η ενδεχόμενη αναζωπύρωση του πληθωρισμού, ή η παραμονή του σε υψηλά επίπεδα και ο

δημοσιονομικός εκτροχιασμός των ΗΠΑ. Ενδεχόμενη αύξηση του πληθωρισμού μπορεί να προέλθει είτε από ένα γεωπολιτικό γεγονός το οποίο θα ενίσχυε τις τιμές ενέργειας, είτε από τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου, με τους δασμούς να ασκούν πληθωριστικές πιέσεις. Παράλληλα, η πιθανότητα οι ΗΠΑ να οδηγηθούν σε επίπεδα δημοσιονομικού ελλείματος που θα ανησυχήσουν την αγορά αναμένεται να ωθήσει ανοδικά τις αποδόσεις.

4.2 ΗΠΑ | Εταιρικά:

Ουδέτερη άποψη στα IG, Ήπια Αρνητική στα HY

Ο κίνδυνος αύξησης των spreads παραμένει υψηλότερος της όποιας θετικής επίδρασης θα υπάρξει λόγω προσδοκώμενης μείωσης των επιτοκίων.

Τα ομόλογα IG και HY των ΗΠΑ υπεραπέδωσαν των treasuries το β' τρίμηνο, σε μια περίοδο που χαρακτηρίστηκε από έντονη μεταβλητότητα λόγω της εμπορικής πολιτικής των ΗΠΑ, του προβληματισμού για τη δημοσιονομική πολιτική των ΗΠΑ και των γεωπολιτικών εντάσεων.

Τα spreads των IG ομολόγων ΗΠΑ αυξήθηκαν στις 8 Απριλίου στις 119 μ.β., σε υψηλό από τον Νοέμβριο του 2023, περίοδο στην οποία κορυφωνόταν η άνοδος των επιτοκίων από την Fed. Ο δείκτης μεταβλητότητας ομολόγων MOVE διαμορφώθηκε σε υψηλά από τον Οκτώβριο του 2023. Η άνοδος του VIX ήταν αρκετά μεγαλύτερη την ίδια περίοδο προσεγγίζοντας τα επίπεδα του Μαρτίου 2020 (covid). Στη συνέχεια, τα spreads υποχωρούσαν σταδιακά, καθώς η ρητορική του εμπορικού πολέμου μετριάστηκε, αλλά και η αγορά άρχισε να προεξοφλεί μειώσεις επιτοκίων από την Fed.

Οι εκδότες των IG ομολόγων είναι περισσότερο ευάλωτοι σε μια επιβράδυνση της παγκόσμιας οικονομίας, καθώς τα έσοδά τους παρουσιάζουν διαφοροποίηση και προέρχονται από διάφορες γεωγραφικές περιοχές. Η κερδοφορία τους (EBITDA margin adj.) προσεγγίζει υψηλά 15 ετών, ενώ οι προσδοκίες για 2 μειώσεις επιτοκίων το 2025 στηρίζουν τους IG εκδότες (duration). Ωστόσο, οι δείκτες ταμειακών ροών FCF/Total Debt (13,7 x) και Total Debt /Assets που βρίσκονται σε χαμηλό από το 2020 προβληματίζουν για την αντίστοιχη βελτίωση των ισολογισμών. Συγχωνεύσεις και εξαγορές είναι μειωμένες σχεδόν 10% από πέρυσι λόγω της αβεβαιότητας του εμπορικού πολέμου. **Ο κίνδυνος αύξησης των spreads παραμένει υψηλότερος της όποιας θετικής επίδρασης θα υπάρξει λόγω προσδοκώμενης μείωσης των επιτοκίων.** Παραμένουμε ουδέτεροι στα IG ομόλογα ΗΠΑ.

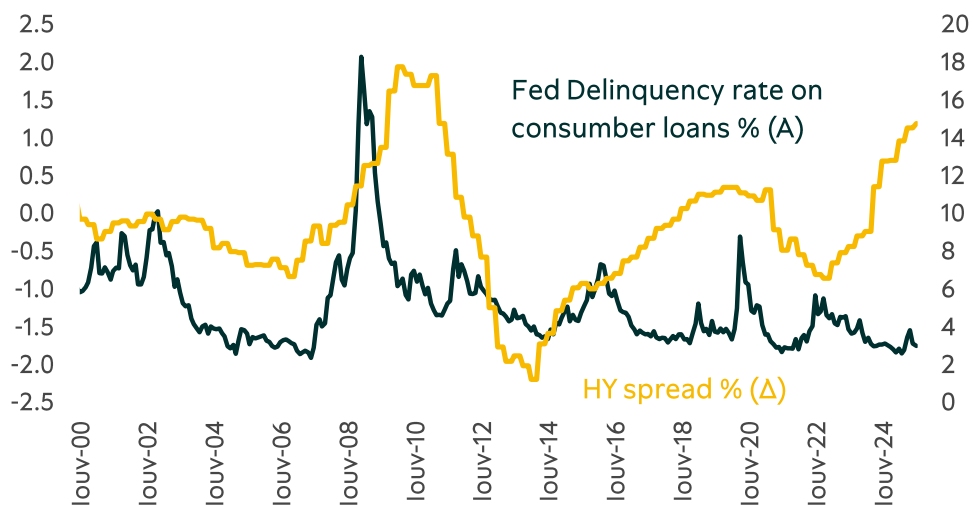
Τα spreads των ομολόγων HY παρουσίασαν αντίστοιχη μεταβλητότητα. Στις 8 Απριλίου στην κορύφωση της αβεβαιότητας λόγω του εμπορικού πολέμου αλλά και της αυξημένης πιθανότητας για ύφεση στις ΗΠΑ (65% σύμφωνα με εκτιμήσεις της αγοράς) εμφάνισαν υψηλό από τον Μάιο του 2023. Στη συνέχεια αποκλιμακώθηκαν αλλά βρίσκονται περίπου 10% υψηλότερα από τα

πολυετή χαμηλά του Μαρτίου. Η αβεβαιότητα σχετικά με το φορολογικό νομοσχέδιο των ΗΠΑ, αλλά και ορισμένοι μακροοικονομικοί δείκτες προβληματίζουν.

Ο δείκτης συνολικού χρέους / Αξία Επιχείρησης (Total Debt/EV) των HY US εκδοτών βρίσκεται σε υψηλό από το γ' τρίμηνο του 2020 και ο δείκτης κάλυψης τόκων (Interest Coverage ratio) σε χαμηλό από το δ' τρίμηνο του 2021. Ωστόσο, το ποσοστό των εκδοτών που έχουν χρεοκοπήσει ή έχουν εισέλθει σε καθεστώς επιλεκτικής χρεοκοπίας (selective default) δεν παρουσιάζει επιδείνωση.

Θεωρούμε ότι παρά την αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων από την Fed, η σχετικά χαμηλή διάρκεια (duration) των εκδοτών των HY ομολόγων περιορίζει τα οφέλη και ο κίνδυνος διεύρυνσης των spreads παραμένει υψηλότερος των κερδών από την προσδοκώμενη μείωση των επιτοκίων. Η αβεβαιότητα σχετικά με τις τελικές επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου παραμένει υψηλή, ακόμα και σε προοπτική συμφωνίας, καθώς οι τελικοί δασμοί θα διαμορφωθούν υψηλότερα από το προηγούμενο καθεστώς. Σύμφωνα με πρόδρομους δείκτες όπως ο ISM μεταποίησης και υπηρεσιών και ο ρυθμός αθέτησης υποχρεώσεων (δείκτης Fed Delinquency rate) η δίκαιη τιμή των spreads θα έπρεπε να διαμορφωθεί υψηλότερα.

Fed Delinquency rate & US High Yield spread



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τα ομόλογα HY ΗΠΑ.

4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά:

Διατηρούμε την Θετική άποψή μας

Η αβεβαιότητα σχετικά με τον εμπορικό πόλεμο παραμένει και τα ρίσκα για τον πληθωρισμό, μεσοπρόθεσμα, παραμένουν καθοδικά. Για τους λόγους αυτούς παραμένουμε θετικοί στα ομόλογα της Ευρωζώνης.

Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων ΕΖ αποκλιμακώθηκαν το β' τρίμηνο στην Ευρωζώνη για μια σειρά από λόγους.

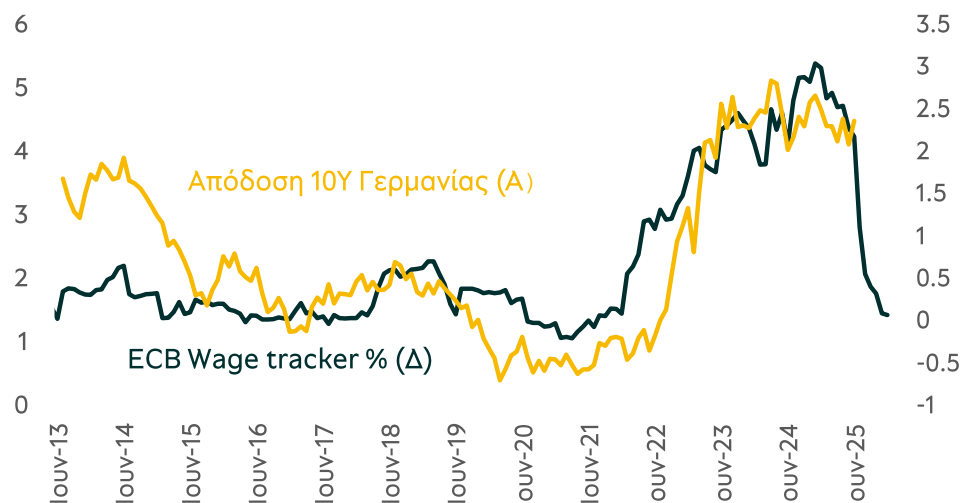
Αρχικά, η αγορά είχε σπεύσει έντονα και γρήγορα να προεξοφλήσει ότι κυρίως η δημοσιονομική χαλάρωση στη Γερμανία και δευτερευόντως οι δαπάνες για άμυνα και υποδομές γενικά στην Ευρωζώνη θα ενίσχυαν την αναπτυξιακή δυναμική, ωθώντας τις αποδόσεις ομολόγων υψηλότερα. Η περιπετειώδης ανακήρυξη του καγκελάριου στη Γερμανία αλλά και μια σειρά από εκκρεμότητες (πιθανή ανακατανομή κονδυλίων από RRF κ.α.,) αποδεικνύουν ότι είναι πρόωρο να εκτιμηθεί ο πλήρης αντίκτυπος του πακέτου. **Ο κυριότερος όμως λόγος αποκλιμάκωσης ήταν οι ανησυχίες ότι ο εμπορικός πόλεμος θα πλήξει έντονα την Ευρωζώνη είτε άμεσα (δασμοί) είτε έμμεσα (πληθώρα διαθέσιμων κινεζικών προϊόντων).** Η αγορά στη συνέχεια ισορρόπησε και καθώς αναμένονται λιγότερες μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ σε σχέση με την Fed, οι αποδόσεις των ευρωπαϊκών ομολόγων δεν ακολούθησαν την αντίστοιχη αποκλιμάκωση των αμερικανικών. Παράλληλα, **ορισμένοι τεχνικοί λόγοι** όπως οι αυξημένες πωλήσεις ομολόγων την άνοιξη από Ιάπωνες επενδυτές σε γαλλικά και γερμανικά ομόλογα συγκράτησαν την περαιτέρω μείωση των αποδόσεων.

Οικονομικοί δείκτες στην Ευρωζώνη εμφανίζονται μεν καλύτεροι των εκτιμώμενων όπως π.χ. το ΑΕΠ και διάφοροι πρόδρομοι δείκτες εμπιστοσύνης, όμως άλλοι όπως οι PMI μεταποίησης και υπηρεσιών είναι μεν βελτιωμένοι αλλά απέχουν από τα επίπεδα που καταδεικνύουν οικονομική μεγέθυνση (περί το 50). Παράλληλα, **η θετική πορεία των χωρών της περιφέρειας** αναδεικνύεται από την μείωση του spread των χωρών με τη Γερμανία σε πολυετή χαμηλά.

Ο πληθωρισμός σε επίπεδο Ευρωζώνης διαμορφώνεται πολύ κοντά στον στόχο της ΕΚΤ και ήδη σε επιμέρους χώρες όπως η Γαλλία, η Ισπανία και η Ιταλία βρίσκεται αρκετά χαμηλότερα. Η αποκλιμάκωση των μισθών σε ετήσια βάση συνεχίζεται και στηρίζει την πορεία μείωσης των επιτοκίων στην Ευρωζώνη. Σε περίπτωση που μακροπρόθεσμα η θεματική του US exceptionalism ξεθωριάσει, η ζήτηση για ευρωπαϊκές αξίες και άρα και για ομόλογα θα ενισχυθεί. Ταυτόχρονα, η δυναμική της κινεζικής οικονομίας προβληματίζει γεγονός που δρα επιβαρυντικά και στην ανάπτυξη της ΕΖ. **Παράλληλα το ενισχυμένο ευρώ και οι υψηλές αποδόσεις στη λήξη των ομολόγων της ευρώ-περιφέρειας δεν δρουν υποστηρικτικά, καθώς οι χώρες του ευρωπαϊκού νότου δεν έχουν αυξημένο δημοσιονομικό χώρο όπως η Γερμανία.** Παραμένουμε θετικοί για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης, καθώς θεωρούμε ότι το πακέτο δημοσιονομικής χαλάρωσης στη Γερμανία έχει προεξοφληθεί σε μεγάλο βαθμό, τα ρίσκα για τον πληθωρισμό είναι

καθοδικά και ενδεχομένως να διαμορφωθεί αρκετά χαμηλότερα του στόχου της ΕΚΤ. Ταυτόχρονα, αν και υπάρχει η βούληση για υπογραφή εμπορικής συμφωνίας και η αυξημένη ρητορική έχει μετριαστεί, οποιαδήποτε συμφωνία που θα εμπεριέχει αυξημένους δασμούς σε σχέση με το υφιστάμενο καθεστώς ενέχει υψηλότερους κινδύνους για την ανάπτυξη στην Ευρωζώνη.

Δείκτης Μισθών ECB & Απόδοση 10ετούς Γερμανικού ομολόγου



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Κίνδυνοι για την στρατηγική μας αποτελούν μια γεωπολιτική αναταραχή, η οποία θα αύξανε τις πληθωριστικές πιέσεις λόγω της ενεργειακής εξάρτησης της Ευρωζώνης, ρυθμοί ανάπτυξης υψηλότεροι των εκτιμήσεων και επίμονος πληθωρισμός, ιδιαίτερα στις υπηρεσίες, γεγονότα που θα εμποδίζουν την ΕΚΤ να συνεχίσει την πορεία μείωσης των επιτοκίων. Παράλληλα, οι αυξημένες αμυντικές δαπάνες στην ΕΖ πιθανό να προκαλέσουν αύξηση της έκδοσης ομολόγων (issuance) επιβαρύνοντας τις αποδόσεις και η αύξηση του κατώτατου μισθού στη Γερμανία σε συνδυασμό με το πρόγραμμα φοροαπαλλαγών στις επιχειρήσεις να δράσουν πληθωριστικά.

4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά:

Ουδέτερη στα IG και Ήπια Αρνητική στα HY

Ο κίνδυνος αύξησης των spreads τόσο στα IG αλλά ιδιαίτερα στα HY ομόλογα είναι μεγαλύτερος από τα οφέλη που θα δημιουργηθούν από τις προσδοκώμενες μειώσεις επιτοκίων

Τα spreads των ευρωπαϊκών IG ομολόγων διευρύνθηκαν σε υψηλό (129 μ.β.) από τον Αύγουστο του 2024 και την αναταραχή που είχε προκύψει από αδύναμα μάκρο της αγοράς εργασίας των ΗΠΑ και την αλλαγή νομισματικής πολιτικής της Τράπεζας της Ιαπωνίας. Στη συνέχεια με την βελτίωση του επενδυτικού κλίματος, αποκλιμακώθηκαν και βρίσκονται πολύ κοντά στα χαμηλά (86 μ.β.) 4 ετών που είχαν βρεθεί τον Μάρτιο.

Η διαφορά των spreads των αμερικανικών IG και HY ομολόγων με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά είχε γυρίσει θετική (η αγορά θεωρούσε πιο επικίνδυνα τα αμερικανικά λόγω αμφισβήτησης του US exceptionalism), ωστόσο το τελευταίο διάστημα επέστρεψε σε αρνητικό έδαφος.

Ο δείκτης κερδοφορίας EBITDA Margin εκτός χρηματοοικονομικών εταιριών παραμένει κοντά στα υψηλά 4ετίας (27,1). Ο δείκτης Net Debt/ Adjusted EBITDA εκτός χρηματοοικονομικών εταιριών παραμένει σε χαμηλό (2,3) 6 ετών. Οι προσδοκίες για μείωση επιτοκίων από την ΕΚΤ παραμένουν, αλλά οι δηλώσεις μελών της προδιαθέτουν ότι από τα παρόντα επίπεδα θα είναι λελογισμένες. **Ο κίνδυνος να αυξηθούν τα spreads είναι μεγαλύτερος από τα οφέλη που θα δημιουργηθούν από τις προσδοκώμενες μειώσεις επιτοκίων.**

Για τους παραπάνω λόγους παραμένουμε ουδέτεροι για τα ευρωπαϊκά IG ομόλογα.

Σχετικά με τα HY, τα spreads των ευρωπαϊκών HY ομολόγων διευρύνθηκαν περισσότερο σε υψηλό (446 μ.β.) από τον Νοέμβριο του 2023 λόγω των ανησυχιών για τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου, στη συνέχεια αποκλιμακώθηκαν αλλά παραμένουν υψηλότερα κατά περίπου 40 μ.β. από τα χαμηλά 4 ετών που είχαν βρεθεί τον Μάρτιο του τρέχοντος έτους.

Ο δείκτης κάλυψης υποχρεώσεων (interest coverage ratio) βρίσκεται σε χαμηλό (2,71x) από τα τέλη του 2020, παρά την μείωση των επιτοκίων. Ο δείκτης ταμειακών ροών (FCF/total debt) διαμορφώνεται σε χαμηλό από τα μέσα του 2020. **Ο κίνδυνος διεύρυνσης των spreads είναι μεγαλύτερος από το προσδοκώμενο όφελος λόγω μείωσης των επιτοκίων (duration).**

Συνοψίζοντας θεωρούμε ότι παρά την βελτίωση ορισμένων μακροοικονομικών μεγεθών στην Ευρωζώνη, **οι κίνδυνοι από τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου, ακόμα και με επίτευξη κάποιας συμφωνίας παραμένουν σημαντικοί, καθώς οποιοδήποτε επίπεδο δασμών συμφωνηθεί θα είναι υψηλότερο από το σημερινό καθεστώς, γεγονός που μας καθιστά επιφυλακτικούς διατηρώντας την ήπια αρνητική μας άποψη, ιδιαίτερα στα παρόντα επίπεδα spread.**

Συνάλλαγμα

05

5.1 USD:

Ουδέτερη άποψη

Η αγορά εστιάζεται στην άνοδο του κινδύνου των αμερικανικών αξιών χωρίς όμως να προεξοφλεί αρνητικές εξελίξεις και αδυναμίες στον υπόλοιπο κόσμο.

Η κήρυξη εμπορικού πολέμου και η αναδυόμενη τάση απομονωτισμού στις ΗΠΑ αυξάνουν την αβεβαιότητα σχετικά με τη δυνατότητα χρηματοδότησης των ελλειμμάτων της αμερικανικής οικονομίας. Όπως όλοι γνωρίζουν πλέον, οι Ηνωμένες Πολιτείες αντιμετωπίζουν σημαντικές ανισορροπίες: το ομοσπονδιακό έλλειμμα προβλέπεται να ξεπεράσει το 6% του ΑΕΠ το 2026, ενώ το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών παραμένει αρνητικό, κοντά στο 4% του ΑΕΠ. Παράλληλα, ο ετήσιος ρυθμός αύξησης της παραγωγικότητας παραμένει υποτονικός, κάτω από το 1,5%, περιορίζοντας τις δυνατότητες ενίσχυσης της ανάπτυξης και της ανταγωνιστικότητας.

Όλα αυτά συμβαίνουν σε ένα περιβάλλον όπου, **για τα επόμενα τέσσερα χρόνια, εκτιμάται ότι θα πρέπει να χρηματοδοτηθούν περίπου \$17 τρισεκατομμύρια σε λήξεις ομολόγων και T-bills.** Ο αρχικός σχεδιασμός της κυβέρνησης Τραμπ περιλαμβάνει χρηματοδότηση μέσω των δασμών. Το Γραφείο Προϋπολογισμού του Κογκρέσου υπολογίζει συνολική μείωση του ελλείμματος από δασμούς ύψους \$2,8 τρισεκατομμυρίων σε ορίζοντα δεκαετίας, ποσό που υπολείπεται σημαντικά των υποχρεώσεων της χώρας. Οι ανησυχίες αυτές, σε συνδυασμό με τις πιέσεις της κυβέρνησης Τραμπ προς τη Fed για μειώσεις επιτοκίων —που θυμίζουν πρακτικές αναδυόμενων αγορών— αυξάνουν τον κίνδυνο για τα αμερικανικά περιουσιακά στοιχεία και ενδέχεται να πιέσουν περαιτέρω το δολάριο, το οποίο παραμένει υπερτιμημένο κατά περίπου 6%, σύμφωνα με τους υπολογισμούς μας (δείκτης DXY).

Σε αυτό το στάδιο, το δολάριο έχει υποχωρήσει περίπου 10% από την αρχή του έτους και η αγορά συναλλάγματος έχει ενσωματώσει εν μέρει τους παραπάνω παράγοντες, αλλά όχι ακόμη το (αρνητικό) αποτέλεσμα του εμπορικού πολέμου στην παγκόσμια οικονομία. Το νόμισμα των ΗΠΑ παραμένει το κυρίαρχο νόμισμα στα αποθεματικά των κεντρικών τραπεζών, αλλά και το βασικό μέσο χρηματοδότησης του ιδιωτικού τομέα διεθνώς. Η ζήτηση για δολάρια θα μπορούσε να αναθερμανθεί, ιδίως σε περίπτωση αύξησης της μεταβλητότητας στις αγορές. Παράλληλα, όπως θα δούμε παρακάτω, υπάρχουν σημαντικοί κίνδυνοι σε άλλες περιοχές του κόσμου, τους οποίους η αγορά προς το παρόν αγνοεί. Συνολικά, αναμένουμε μεν τη διατήρηση των πιέσεων στο δολάριο μακροπρόθεσμα, ωστόσο από το παρόν σημείο είναι πιθανή μια παύση ή και ενδυνάμωσή του, καθώς η αγορά είναι πιο πιθανό να επικεντρωθεί στις εξελίξεις στον υπόλοιπο κόσμο — ιδίως στην Ευρώπη.

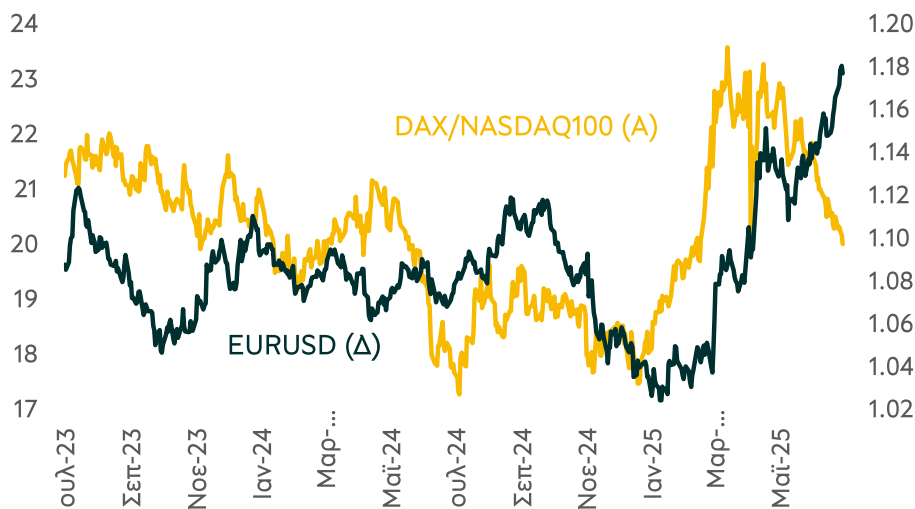
5.2 EURUSD:

Αρνητική άποψη

Ο κινεζικός αποπληθωρισμός αλλά και η αδυναμία περαιτέρω νομισματικής ολοκλήρωσης αποτελούν μη προεξοφλημένους κινδύνους για το ευρώ.

Παρά το γεγονός ότι από την αρχή του έτους η ΕΚΤ έχει μειώσει τα επιτόκιά της κατά 1% περισσότερο από τη Fed, το δεκαετές spread μεταξύ Γερμανίας και ΗΠΑ έχει αυξηθεί κατά 60 μονάδες βάσης, οδηγώντας την ισοτιμία EUR/USD 14% υψηλότερα. Η άνοδος των γερμανικών αποδόσεων οφείλεται κυρίως στις προσδοκίες για επιτάχυνση της οικονομίας της Γερμανίας κατά 0,6%–1% από το 2027 και μετά, λόγω της δημοσιονομικής τόνωσης στη χώρα αυτή. Αντίθετα, στις ΗΠΑ παρατηρήθηκε πτώση των αποδόσεων, καθώς οι ανησυχίες για την ανάπτυξη, αλλά και οι πιέσεις του Προέδρου για μειώσεις επιτοκίων, υπερίσχυσαν των ανησυχιών για τη βιωσιμότητα του χρέους. Η ισοτιμία EUR/USD (στο 1,18) διατηρεί μια ανοδική δυναμική, η οποία θα μπορούσε βραχυπρόθεσμα να την οδηγήσει προς την περιοχή του 1,20. **Εκτιμούμε, ωστόσο, ότι αυτή η δυναμική θα μπορούσε να αντιστραφεί στους επόμενους 3–6 μήνες για τους εξής λόγους:** Αρχικά, παρατηρούμε ότι η σχετική δυναμική των ευρωπαϊκών μετοχικών αγορών σε σύγκριση με τις αμερικανικές έχει μετριαστεί σημαντικά το τελευταίο τρίμηνο (Nasdaq +15%, DAX +6%).

EURUSD & Λόγος DAX / Nasdaq 100



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Η υπεραπόδοση των ευρωπαϊκών αγορών το α' τρίμηνο είχε οδηγήσει σε καθαρές μετοχικές εισροές στην Ευρώπη από τις ΗΠΑ, αποτελώντας έναν από τους βασικούς παράγοντες πίσω από την άνοδο του ευρώ. Η ισοτιμία λοιπόν, φαίνεται να έχει υπερβάλει τις σχετικές αποδόσεις τόσο των μετοχικών όσο και των ομολογιακών αγορών. Παράλληλα, θεωρούμε ότι οι εκτιμήσεις για την επίδραση της γερμανικής δημοσιονομικής τόνωσης στην ευρωπαϊκή ανάπτυξη έχουν σημαντικά περιθώρια απογοήτευσης, ενώ και το αποτέλεσμα του εμπορικού πολέμου δεν έχει ενσωματωθεί στις εκτιμήσεις για την ανάπτυξη.

Ο ευρωπαϊκός πυρήνας επίσης, —πλην Γερμανίας— δεν διαθέτει δημοσιονομικό χώρο για αντίστοιχα μέτρα και η άνοδος των αποδόσεων και η ενίσχυση του ευρώ αναμένεται να λειτουργήσουν ανασταλτικά στην ανάπτυξη. Επιπλέον, η αγορά φαίνεται να αγνοεί δύο αρνητικούς παράγοντες: τον κινεζικό αποπληθωρισμό και την άνοδο των εθνικιστικών κομμάτων στην Ευρώπη. Η πτώση των τιμών στην Κίνα οδηγεί σε φθηνότερες κινεζικές εξαγωγές (στην ΕΖ αλλά και στον υπόλοιπο κόσμο) ενώ η επιβράδυνση της κινεζικής ζήτησης πλήττει τις ευρωπαϊκές εξαγωγές. Τελικά το ευρώ θα πρέπει να υποτιμηθεί για να διατηρηθεί η ανταγωνιστικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας. Ταυτόχρονα, η άνοδος εθνικιστικών κομμάτων σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες δημιουργεί εμπόδια στην περαιτέρω οικονομική και νομισματική ενοποίηση, αποδυναμώνοντας το ευρώ σε ένα περιβάλλον όπου η αγορά αναζητά πιθανά υποκατάστατα του δολαρίου. Η τάση αυτή αντισταθμίζει εν μέρει τα θετικά θεμελιώδη της οικονομίας της Ευρωζώνης όπως το πλεόνασμα του ισοζυγίου των τρεχουσών συναλλαγών και το χαμηλό χρέος (στα 2,4 & 88% του ΑΕΠ). Δεδομένης της σημαντικής ανοδικής κίνησης **αναθεωρούμε το δωδεκάμηνο εύρος , με μεγαλύτερο πτωτικό περιθώριο, στο 1,10-1,20 (από 1,0750-1,1700) και τον δωδεκάμηνο στόχο μας στο 1,17 από το 1,10 (προσδοκίες αναλυτών 2026 1,20-Bloomberg).**

Το γεν παραμένει το πιο υποτιμημένο από τα βασικά νομίσματα.

5.3 USDJPY | EURGBP:

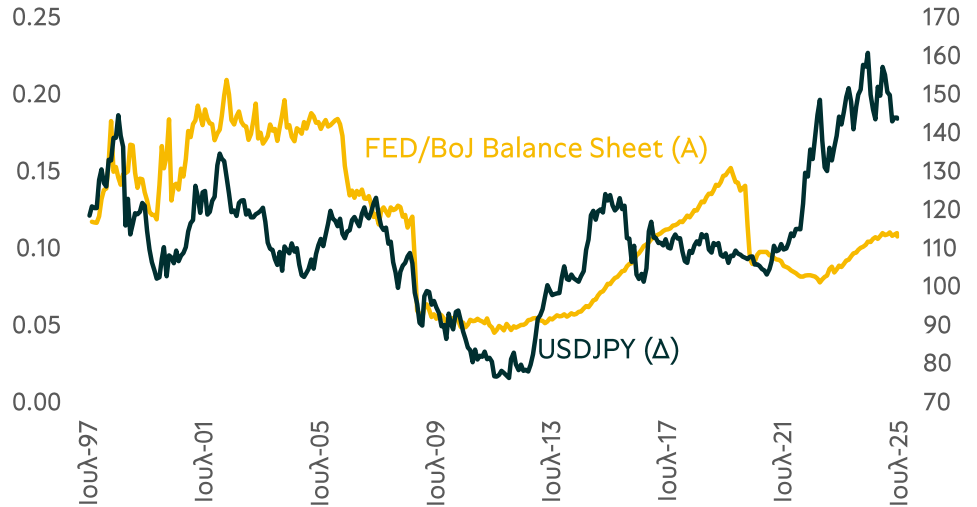
USDJPY: Αρνητική Άποψη

Από όλα τα βασικά νομίσματα, τα θεμελιώδη μεγέθη του ιαπωνικού γεν το καθιστούν το πιο ικανό να υποκαταστήσει (έστω και μερικώς) το δολάριο ως αποθεματικό νόμισμα. Παρά το πολύ υψηλό δημόσιο χρέος της γενικής κυβέρνησης —που ανέρχεται στο 240% του ΑΕΠ, έναντι 120% στις ΗΠΑ— η Ιαπωνία διαθέτει ισχυρό πλεόνασμα τρεχουσών συναλλαγών (4,6% του ΑΕΠ) και υψηλό ποσοστό αποταμιεύσεων (30% του ΑΕΠ). Παράλληλα, η Τράπεζα της Ιαπωνίας (ΤΙ) έχει ανακοινώσει δραστικό περιορισμό των αγορών ομολόγων κατά 50% σε ορίζοντα διετίας, σε αντίθεση με τις πιέσεις που δέχεται η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των ΗΠΑ (Fed) για μείωση των επιτοκίων. Αυτό οδηγεί σε μείωση του λόγου των χαρτοφυλακίων της με της Fed (μείωση της σχετικής ρευστότητας γεν), όπως αποτυπώνεται στο διάγραμμα που ακολουθεί το οποίο αποτελεί έναν θετικό για το γεν παράγοντα. Συνολικά, το γεν παραμένει το πιο υποτιμημένο από τα βασικά νομίσματα, τόσο λόγω των θεμελιωδών του μεγεθών όσο και εξαιτίας του παρατεταμένου αποπληθωρισμού, ο οποίος δεν αντικατοπτρίστηκε επαρκώς στην ισοτιμία τα προηγούμενα χρόνια.

Στα αρνητικά, πρέπει να επισημανθεί η σημαντική εξάρτηση της Ιαπωνίας από τις εισαγωγές πετρελαίου, το οποίο ενδέχεται να συνεχίσει να παρουσιάζει ανοδικές διακυμάνσεις, αλλά και κυρίως ο εμπορικός πόλεμος,

καθώς η Ιαπωνία διαπραγματεύεται εντατικά για να αποφύγει έναν δασμό 25% στις εξαγωγές αυτοκινήτων. Εάν δεν επιτευχθεί συμφωνία απειλείται η επιβολή δασμών της τάξης του 30%. **Σε ορίζοντα έτους συνεχίζουμε να αναμένουμε μια κίνηση προς το 135 (από το 137 προηγουμένως), με ετήσιο εύρος το 133-150 (προσδοκίες αναλυτών 2026 135-Bloomberg).**

USDJPY & Λόγος Χαρτοφυλακίων Κεντρ. Τραπεζών ΗΠΑ/Ιαπωνίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

EURGBP:

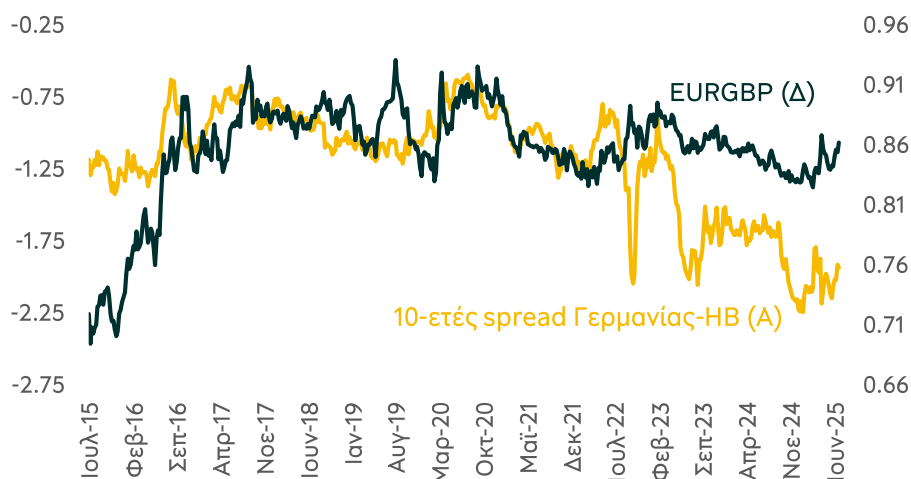
EURGBP: Ουδέτερη Άποψη

Η ισοτιμία έχει ήδη ενσωματώσει ένα σημαντικό premium βρετανικού δημοσιονομικού κινδύνου.

Λόγω των πιο ελκυστικών διαρθρωτικών χαρακτηριστικών της Ευρωζώνης (ΕΖ) σε σχέση με το Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ) στο πλαίσιο της αμφισβήτησης του δολαρίου ως παγκόσμιου αποθεματικού νομίσματος, η ισοτιμία EUR/GBP εμφανίζεται ενισχυμένη κατά 3,6% από την αρχή του έτους. Οι ανησυχίες για τα υψηλά κρατικά ελλείμματα στο ΗΒ (περίπου 5% του ΑΕΠ, με λόγο χρέους προς ΑΕΠ στο 100%) ασκούν πτωτικές πιέσεις τόσο στη στερλίνα όσο και στα κρατικά ομόλογα του ΗΒ. Οι παράγοντες αυτοί, που λειτουργούν από το 2022 (πρωθυπουργία Truss) συντηρούν σε αυτή την φάση μια ανοδική τάση της ισοτιμίας EUR/GBP και έχουν οδηγήσει σε μια σημαντική απόκλιση της ισοτιμίας από το spread 10-ετών Γερμανίας – ΗΒ το οποίο βρίσκεται πολύ χαμηλότερο λόγω ενσωμάτωσης του βρετανικού δημοσιονομικού κινδύνου. **Από την άλλη πλευρά, η αβεβαιότητα σχετικά με την οικονομική ανάπτυξη στο ΗΒ είναι σχετικά περιορισμένη,** καθώς αποτελεί τη μόνη μεγάλη οικονομία που έχει καταλήξει σε εμπορική συμφωνία με τις ΗΠΑ. Αντιθέτως, η ΕΕ παραμένει σε φάση αβέβαιων διαπραγματεύσεων με σημαντική πιθανότητα αρνητικής έκπληξης λόγω του μεγάλου εμπορικού

πλεονάσματος με τις ΗΠΑ. Επιπλέον, όπως έχουμε ήδη αναφέρει, η αγορά έχει ενσωματώσει σε μεγάλο βαθμό τη θετική επίδραση του δημοσιονομικού πακέτου στη Γερμανία. **Στο μέτωπο της ποσοτικής συρρίκνωσης η ΤτΑ δεν αρκείται μόνο στην παύση αγορών ομολόγων όπως η ΕΚΤ αλλά προβαίνει σε πωλήσεις μειώνοντας την προσφορά στερλινών.** Τέλος, όπως αναφέραμε και για το EUR/USD, οι εγγενείς αδυναμίες της Ευρωζώνης – όπως η μη ολοκλήρωση της οικονομικής ενοποίησης – ενδέχεται τελικά να λειτουργήσουν ως αντίβαρο στις ανοδικές τάσεις του ευρώ. **Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας για την ισοτιμία EUR/GBP. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται μεταξύ 0,8320 (από 0,8450 και 0,9000, με ετήσιο στόχο το 0,8600 (προσδοκίες αναλυτών 2026 0,86-Bloomberg)).**

EURGBP & Spread 10 ετών Γερμανίας - Ηνωμένου Βασιλείου



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Εμπορεύματα

06

6.1 Πετρέλαιο:

Διατηρούμε την Ουδέτερη άποψή μας

Το αργό παραμένει φτηνό τόσο σε σχέση με τα θεμελιώδη του όσο και σε σχέση με τα υπόλοιπα εμπορεύματα.

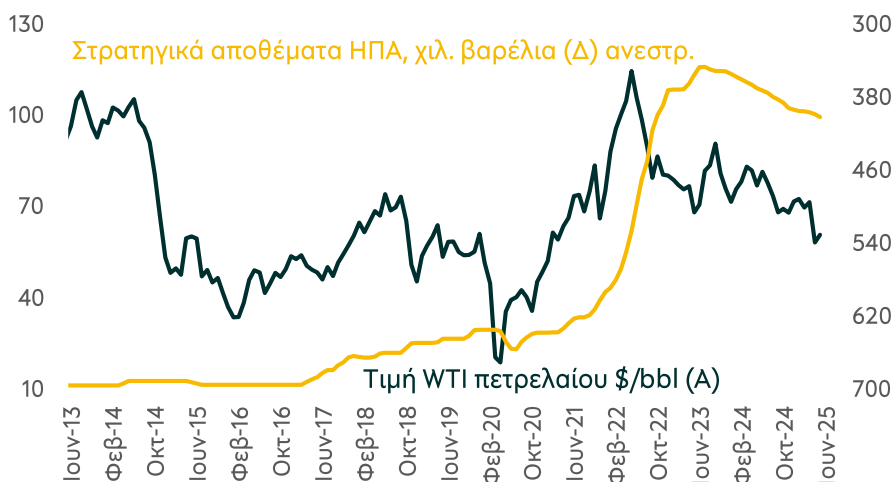
Έντονη μεταβλητότητα **παρουσίασε η τιμή πετρελαίου το β' τρίμηνο.**

Αρχικά, οι ανησυχίες για πλεόνασμα προσφοράς και ο φόβος ότι ο εμπορικός πόλεμος θα οδηγήσει σε σημαντική συρρίκνωση της οικονομικής δραστηριότητας οδήγησαν την τιμή σε χαμηλά (55,3 \$/βαρέλι) από το 2021.

Η στήριξη των \$55/βαρέλι επιβεβαιώθηκε και η τιμή ισορρόπησε κοντά στα 60\$/βαρέλι. Στη συνέχεια, ο πόλεμος Ιράν – Ισραήλ και η γεωπολιτική αναταραχή που προκλήθηκε διαμόρφωσαν την τιμή σε υψηλό (\$78,4/βαρέλι) από την αρχή του έτους. Ωστόσο, **με την συμφωνία εκεχειρίας και με την μη περαιτέρω κλιμάκωση, η τιμή απώλεσε γρήγορα το γεωπολιτικό premium** και επέστρεψε στην περιοχή των \$65/βαρέλι.

Μια σειρά από παράγοντες τείνουν να επηρεάζουν θετικά την τιμή. **Η αδυναμία του δολαρίου, παραδοσιακά δείχνει να επηρεάζει θετικά τη ζήτηση. Σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα αν η τάση αποδυνάμωσης του δολαρίου συνεχιστεί μπορεί να συνδεθεί με ένα megacycle (Supercycle) ενίσχυσης της τιμής αρκετών εμπορευμάτων**, ωστόσο λόγω των σημαντικών αβεβαιοτήτων, αυτό είναι πρώιμο να διατυπωθεί. Η σχέση της τιμής του πετρελαίου σε σχέση με άλλα εμπορεύματα, ιδιαίτερα ως προς τον χρυσό εμφανίζει την τιμή του πετρελαίου αρκετά ελκυστική. **Τα στρατηγικά αποθέματα των ΗΠΑ είναι πολύ χαμηλά και αυξάνονται με βραδύ ρυθμό.**

Στρατηγικά αποθέματα ΗΠΑ & τιμή πετρελαίου (WTI)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Ο γεωπολιτικός παράγοντας ανησύχησε την αγορά πετρελαίου, επιβεβαιώνοντας ότι βραχυπρόθεσμα οι θέσεις αγοράς στην τιμή πετρελαίου αποτελούν αξιόπιστη εναλλακτική αντιστάθμισης κινδύνου. Ιδιαίτερα, όσο ο πόλεμος μεταξύ Ρωσίας - Ουκρανίας και η εύθραυστη κατάσταση στη Μέση

Οι γεωπολιτικές κρίσεις των τελευταίων 20 ετών είχαν βραχυπρόθεσμο αντίκτυπο στην τιμή του πετρελαίου με εξαίρεση τον πόλεμο Ρωσίας—Ουκρανίας.

Ανατολή συνεχίζονται η τιμή θα παραμένει ευάλωτη σε ειδησεογραφία που ενδεχομένως πλήξει την προσφορά. Σε περίπτωση που η τιμή υποχωρήσει περαιτέρω, είναι πιθανό οι χώρες του G7 και ιδιαίτερα οι ΗΠΑ να προχωρήσουν σε αγορές ώστε να αναπληρώσουν τα στρατηγικά τους αποθέματα.

Σύμφωνα με το μοντέλο μας, το οποίο συσχετίζει την τιμή του πετρελαίου με παράγοντες όπως το δολάριο, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια, την κλίση της καμπύλης των αμερικανικών ομολόγων και τα επίπεδα προσφοράς-ζήτησης η θεωρητική τιμή του πετρελαίου τοποθετείται στα 80,85\$/βαρέλι. Η κατάργηση μερικών φοροαπαλλαγών από τις ΗΠΑ για την χρήση ηλιακής και αιολικής ενέργειας δεν αναμένεται να αυξήσει την ζήτηση παραδοσιακών μορφών ενέργειας και συνεπώς του πετρελαίου.

Ωστόσο, υπάρχουν λόγοι οι οποίοι μας καθιστούν επιφυλακτικούς για την τιμή του πετρελαίου. Με εξαίρεση τον πόλεμο Ρωσίας – Ουκρανίας το 2022, η πιο πρόσφατη γεωπολιτική αναταραχή που επηρέασε σημαντικά την τιμή του πετρελαίου αναζητείται στον πρώτο πόλεμο του Κόλπου στις αρχές του 1990.

Οι γεωπολιτικές κρίσεις έκτοτε, αν και ορισμένες είχαν σημαντικό βραχυπρόθεσμο αντίκτυπο αποδείχθηκαν βραχύβιες και το αποτύπωμα τους στην τιμή ήταν παροδικό. Η παγκόσμια αγορά με την επανάσταση του shale oil και με την διείσδυση των εναλλακτικών πηγών ενέργειας έχει μειώσει την εξάρτησή της από την τιμή του πετρελαίου. Ακόμα και στην αυξημένη πιθανότητα το Ιράν να έκλεινε τα στενά του Ορμούζ (46% πιθανότητα στις 21/6 Polymarket) η τιμή του πετρελαίου προσέγγισε τα υψηλά του 2025 και δεν προσπάθησε να τιμολογήσει το χειρότερο σενάριο. Από την στιγμή που δεν χτυπήθηκαν ενεργειακές υποδομές, όπως στην επίθεση των Houthis στη Σαουδική Αραβία το 2019 και οι εξαγωγές μέσω τάνκερ του Ιράν ακόμα και την εβδομάδα της κλιμάκωσης συνέχισαν απρόσκοπτα, η πραγματική προσφορά πετρελαίου δεν διαταράχθηκε. Το Ιράν κυρίως μέσω του νησιού Kharg (80% της παραγωγής) εξάγει σε χώρες της Ασίας και κυρίως στην Κίνα (23%) πετρελαϊκά προϊόντα και δεν θα ήταν προς συμφέρον του κλείνοντας τα στενά του Ορμούζ να απωλέσει σημαντικό τμήμα των εσόδων.

Σύμφωνα με την Αμερικανική και Διεθνή Επιτροπή Ενέργειας, η αγορά πετρελαίου το 2025 οδεύει σε πλεόνασμα προσφοράς, καθώς ο OPEC+ συνεχίζει τις αυξήσεις στην παραγωγή και ορισμένες χώρες παράγουν περισσότερο από τα συμφωνηθέντα. **Ερωτηματικό αποτελεί αν η θερινή ζήτηση θα αρκεί για να καλύψει την μεγαλύτερη της εκτιμώμενης αύξηση της παραγωγής από τον OPEC+.** Η παραγωγή πετρελαίου στις ΗΠΑ αν και ελαφρώς μειωμένη τους τελευταίους μήνες, παραμένει κοντά σε ιστορικά υψηλά. Η ζήτηση στην Κίνα εμφανίζεται ακόμα υποτονική. Οι καθαρές θέσεις αγοράς (net longs) στην προθεσμιακή αγορά ανέβηκαν και προσέγγισαν τα επίπεδα του Φεβρουαρίου, ωστόσο δεν έδειξαν ιδιαίτερη αύξηση προεξοφλώντας μεγάλη άνοδο της τιμής.

Συμπερασματικά, διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για την τιμή του πετρελαίου εκτιμώντας ότι θα διαπραγματεύεται σε ένα εύρος διακύμανσης, δεδομένου ότι και η τεχνική εικόνα του εμφανίζεται ουδέτερη. Σε περίπτωση αναζωπύρωσης γεωπολιτικών αναταραχών, αλλαγή πολιτικής από τον OPEC+, ή έντασης του εμπορικού πολέμου η τιμή αναμένεται να διασπάσει το εύρος διακύμανσης.

6.2 Χρυσός:

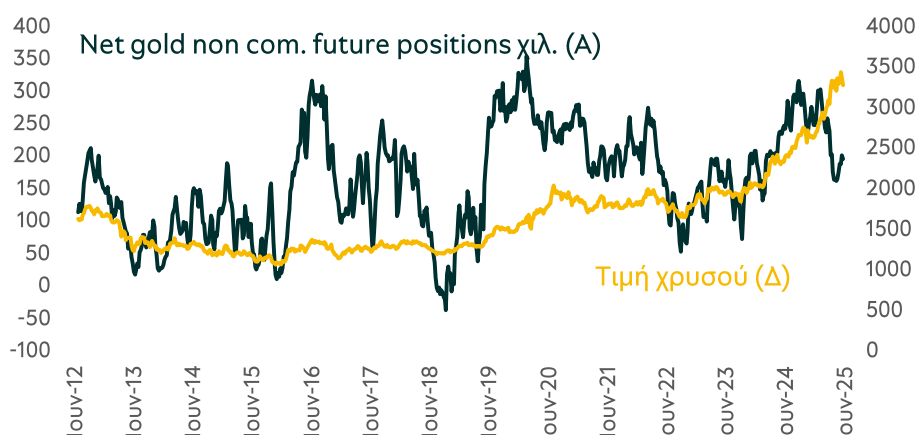
Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψή μας

Η τιμή του χρυσού έχει προεξοφλήσει αρκετά ευνοϊκά σε-νάρια και είναι ευάλωτη σε διόρθωση.

Η τιμή του χρυσού το β' τρίμηνο κατέγραψε νέο ιστορικό ρεκόρ (22/4: \$3.500,1/ουγγιά) **λόγω ανησυχιών για τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου (αυξημένη πιθανότητα ύφεσης των ΗΠΑ) αλλά και προβληματισμού για τα δημοσιονομικά των ΗΠΑ.** Οι αγορές από τις Κεντρικές Τράπεζες συνεχίστηκαν, έστω και με μειωμένους ρυθμούς. Η τιμή του χρυσού συνεχίζει το τελευταίο διάστημα και δεν ακολουθεί κάποιο θεμελιώδες υπόδειγμα, **καθώς κινείται με βάση τις ανησυχίες για τα δημοσιονομικά των ΗΠΑ (παράλληλη άνοδος US term premium και τιμές χρυσού)** αλλά και από την στρατηγική αρκετών χωρών με εμπορικά πλεονάσματα που προτιμούν να αγοράσουν χρυσό, παρά να επενδύσουν απευθείας στο δολάριο (εξασθένιση US exceptionalism). **Οι καθαρές θέσεις αγοράς στον χρυσό (positioning)** αν και το τελευταίο διάστημα ενισχύθηκαν, ωστόσο αποκλίνουν σημαντικά από την εκθετική αύξηση της τιμής του χρυσού, ιδιαίτερα από την αρχή του έτους.

Παράλληλα, παρατηρείται αύξηση και στις αγορές ETF χρυσού, αλλά και αυτή χαρακτηρίζεται περιορισμένη σε σχέση με την πορεία της τιμής. **Η φυσική ζήτηση για χρυσό (physical demand) αναμένεται να υποχωρήσει το**

Τιμή Χρυσού & Καθαρές θέσεις (Προθεσμιακή Αγορά)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

επόμενο έτος, ενώ και το ποσοστό των νοικοκυριών στις ΗΠΑ που κατέχουν νομίσματα και ράβδους χρυσού βρίσκεται σε πολυετή υψηλά, γεγονός που δεν αναμένεται να συνεχιστεί, ιδιαίτερα με αυτούς τους ρυθμούς. Σύμφωνα με το μοντέλο μας, το οποίο λαμβάνει υπόψιν τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ, την προσφορά χρήματος, το ΑΕΠ, το δολάριο και τις καθαρές θέσεις στην προθεσμιακή αγορά (futures), η θεωρητική τιμή του χρυσού διαμορφώνεται στα \$2,887/ουγγιά, χαμηλότερα της τρέχουσας. **Η τεχνική εικόνα του χρυσού παραμένει ουδέτερη μεσοπρόθεσμα, καθιστώντας μας επιφυλακτικούς. Στην πρόσφατη γεωπολιτική κρίση και τον πόλεμο στην Μέση Ανατολή οι θέσεις αγοράς στο πετρέλαιο αποδείχθηκαν καλύτερη στρατηγική αντιστάθμισης από τον χρυσό, ο οποίος δεν παρουσίασε την ίδια δυναμική του Απριλίου και δεν κατέγραψε νέα υψηλά, γεγονός που συνιστά αρνητική ένδειξη.**

Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση για την τιμή του χρυσού.

Ρίσκα για την στρατηγική μας εντοπίζονται στην περίπτωση η οικονομία των ΗΠΑ να εισέλθει σε ύφεση ή να παρατηρηθεί δημοσιονομικός εκτροχιασμός στα μεγέθη της οικονομίας.

**Πίνακας
Επενδυτικών
Θέσεων**

07

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας λόγω μη ελκυστικών αποτιμήσεων. Ωστόσο προτιμούμε επιμέρους κλάδους με αμυντικά χαρακτηριστικά (Υγεία, Κοινή Ωφέλεια, Dividend Aristocrats), ευνοημένους από τα νέα μέτρα της ηγεσίας των ΗΠΑ (Τράπεζες, Ενέργεια) και τον πιο φθηνό από τους κλάδους ανάπτυξης (Υπηρεσίες Επικοινωνιών).
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Μεταβάλλουμε από αρνητική σε ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ, καθώς η δημοσιονομική μεταρρύθμιση της Γερμανίας και το πακέτο φορολογικών ελαφρύνσεων των επιχειρήσεων θα περιορίσει σε κάποιο βαθμό τις επιπτώσεις των δασμών στην κερδοφορία των εταιριών.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς η οριακή βελτίωση των μακροοικονομικών στοιχείων για την ανάπτυξη υποσκελίζεται από τον αντίκτυπο των πολιτικών προστατευτισμού των ΗΠΑ.
Αναδυόμενες Αγορές	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τις ΑΑ και την Κίνα, καθώς το γεωπολιτικό ρίσκο και οι επικείμενες εμπορικές εντάσεις με τις ΗΠΑ, προκαλούν αβεβαιότητα ενώ και οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των ΑΑ έναντι του δολαρίου επηρεάζουν τις αποδόσεις των μετοχικών αγορών. Επιπλέον στην Κίνα οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ήπια Θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική μας στάση, καθώς θεωρούμε ότι οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη εμφανίζονται ισχυρότεροι από ό,τι η αγορά προεξοφλεί.
Κρατικά Ευρωζώνης	Θετική	Διατηρούμε θετική την άποψή μας, καθώς τα ρίσκα για τον πληθωρισμό μεσοπρόθεσμα παραμένουν καθοδικά και η αβεβαιότητα για την έκβαση του εμπορικού πολέμου διατηρείται.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας, καθώς αν και αναμένεται μείωση των επιτοκίων, η δίκαιη τιμή των spreads εμφανίζεται πολύ κοντά στα τρέχοντα επίπεδα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ, καθώς, η χαμηλή διάρκεια (duration) των εκδοτών των ΗΥ ομολόγων περιορίζει τα οφέλη και ο κίνδυνος διεύρυνσης των spreads παραμένει υψηλότερος των κερδών από την προσδοκώμενη μείωση των επιτοκίων.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς στα παρόντα επίπεδα είναι προεξοφλημένα αρκετά θετικά σενάρια για την ευρωπαϊκή οικονομία και η δίκαιη τιμή των spreads με βάση το μοντέλο μας δεν απέχει πολύ από τα τρέχοντα επίπεδα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς τα spreads παραμένουν σε πολυετή χαμηλά επίπεδα αγνοώντας ότι οι κίνδυνοι από τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου, ακόμα και με την επίτευξη κάποιας συμφωνίας παραμένουν σημαντικοί, διότι οποιοδήποτε επίπεδο δασμών συμφωνηθεί θα είναι υψηλότερο από το τρέχον καθεστώς.

Συνάλλαγμα

EURUSD	Αρνητική	Παραμένουμε ήπια αρνητικοί για την ισοτιμία EURUSD, καθώς παρά τις αμφιβολίες για το US exceptionalism, η αβεβαιότητα σχετικά με τον εμπορικό πόλεμο παραμένει και ο κίνδυνος απογοήτευσης από το δημοσιονομικό πακέτο στη Γερμανία παραμένει υψηλό. Τα αναμενόμενα ετήσια όρια διακύμανσης διαμορφώνονται σε 1,1000 - 1,2000 και ο ετήσιος στόχος στο 1,1000.
USDJPY	Αρνητική	Παραμένουμε αρνητικοί, καθώς το γιεν παραμένει το πιο υποτιμημένο νόμισμα από τους βασικούς ανταγωνιστές του. Σε ορίζοντα έτους συνεχίζουμε να αναμένουμε μια κίνηση προς το 135 (από το 137 προηγουμένως), με ετήσιο εύρος το 133-148 (από 133-150)
EURGBP	Ουδέτερη	Το Ηνωμένο Βασίλειο είναι η μόνη μεγάλη δυτική οικονομία που έχει καταλήξει σε εμπορική συμφωνία με τις ΗΠΑ, ενώ η αβεβαιότητα για την Ευρωζώνη παραμένει. Διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται σε 0,8320-0,9000 με ετήσιο στόχο το 0,8600.

Εμπορεύματα

Χρυσός	Ήπια αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας. Σύμφωνα με το μοντέλο μας, η θεωρητική τιμή του χρυσού είναι χαμηλότερη της τρέχουσας, εκτιμούμε ότι η τιμή έχει προεξοφλήσει αρκετά ευνοϊκά σενάρια και είναι ευάλωτη σε διόρθωση.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας. οι κίνδυνοι για τη ζήτηση λόγω του εμπορικού πολέμου παραμένουν, το 2025 είναι πιθανό το πλεόνασμα προσφοράς, ωστόσο το πετρέλαιο εμφανίζει βελτίωση στα θεμελιώδη του και αποτελεί αξιόπιστη αντισταθμιστική επιλογή στις γεωπολιτικές εντάσεις.

Παράρτημα

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης

Πραγματικό ΑΕΠ

Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ)

Πρόδρομοι Δείκτες

Χρονική Περίοδος		SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Συνολικός	Δομικός	Σύνθετος PMI	Οικονομικού κλίματος	Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης
2021		6,3	6,3	2,6	1,5	54,9	111,5	-7,5
2022		3,5	3,5	8,4	3,9	51,4	102,3	-21,9
2023		0,4	0,4	5,5	5,0	49,8	96,2	-17,4
2024		0,9	0,9	2,4	2,9	50,1	95,7	-14,0
2023	Q1	0,0	1,5	8,0	5,5	52,0	98,9	-19,6
	Q2	0,2	0,7	6,2	5,5	52,3	97,0	-16,9
	Q3	0,0	0,1	4,9	5,1	47,5	94,2	-16,3
	Q4	0,1	0,2	2,7	3,7	47,2	94,7	-16,6
2024	Q1	0,3	0,5	2,6	3,1	49,1	95,6	-15,3
	Q2	0,2	0,6	2,5	2,8	51,6	95,9	-14,2
	Q3	0,4	0,9	2,2	2,8	50,3	96,1	-13,0
	Q4	0,3	1,2	2,2	2,7	49,3	95,2	-13,4
2025	Q1	0,6	1,5	2,3	2,6	50,4	95,5	-14,1
	Q2	:	:	2,0	2,4	50,4	94,2	-15,7
	Q3	:	:	:	:	:	:	:
	Q4	:	:	:	:	:	:	:
Ιαν-25				2,5	2,7	50,2	95,2	-14,1
Φεβ-25				2,3	2,6	50,2	96,2	-13,6
Μαρ-25				2,2	2,4	50,9	95,1	-14,5
Απρ-25				2,2	2,7	50,4	93,8	-16,6
Μαϊ-25				1,9	2,3	50,2	94,8	-15,1
Ιουν-25				2,0	2,3	50,6	94,0	-15,3

*Οι τιμές στις διάφορες περιόδους προκύπτουν ως μηνιαία αθροίσματα.

Δεν αποτελούν, δηλαδή, μέσους όρους αυτών των περιόδων.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης (συνέχεια)								
	Ανεργία	Εμπορικό Ισοζύγιο		Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		Προσφορά χρήματος Μ3
Χρονική Περίοδος	%	SA-δισ. €*	NSA-δισ. €*	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή
2021	7,8	100,1	106,9	8,9	8,9	5,4	5,4	9,0
2022	6,8	-346,1	-335,1	1,8	1,8	1,1	1,1	5,8
2023	6,6	51,7	58,0	-1,7	-1,7	-1,9	-1,9	0,5
2024	6,4	169,8	173,9	-3,0	-3,0	1,2	1,2	2,2
2023 Q1	6,6	-10,2	-11,8	0,0	1,1	-0,5	-2,7	2,6
Q2	6,5	1,6	5,0	-0,7	-0,4	0,0	-2,0	0,9
Q3	6,6	22,6	20,4	-3,0	-3,6	-0,6	-2,1	-0,9
Q4	6,6	37,7	44,4	0,0	-3,7	0,4	-0,7	-0,6
2024 Q1	6,5	57,5	55,0	-1,1	-4,7	0,3	0,0	0,5
Q2	6,4	44,3	47,0	-0,1	-4,0	0,2	0,2	1,7
Q3	6,3	35,6	33,8	-0,4	-1,8	1,1	2,1	2,8
Q4	6,2	32,5	38,1	0,0	-1,5	0,4	2,1	3,6
2025 Q1	6,4	63,2	61,1	2,0	1,4	0,3	1,9	3,8
Q2	:	:	:	:	:	:	:	:
Q3	:	:	:	:	:	:	:	:
Q4	:	:	:	:	:	:	:	:
Ιαν-25	6,3	13,4	0,3	0,5	-0,5	0,0	1,9	3,7
Φεβ-25	6,3	21,0	23,4	1,3	0,8	0,2	1,9	3,9
Μαρ-25	6,4	28,8	37,3	2,4	3,7	0,4	1,9	3,7
Απρ-25	6,2	14,0	9,9	-2,4	0,8	0,1	2,3	3,9
Μαϊ-25	6,3	:	:	:	:	:	:	3,9
Ιουν-25	:	:	:	:	:	:	:	;

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ

Πραγματικό ΑΕΠ

Αγορά Εργασίας

Πληθωρισμός (βάσει του:

SA Τριμηνιαία
ετησιοποιη-
μένη % μετα-
βολή

Ετήσια %
μεταβολή

% ανεργίας

Νέες θέσεις
εργασίας *

Δείκτη Τιμών
Καταναλωτή

Price index
PCE (SA)

Core PCE (SA)
**

2021		6,1	6,1	5,4	603	4,7	4,1	3,6
2022		2,5	2,5	3,6	380	8,0	6,6	5,4
2023		2,9	2,9	3,6	216	4,1	3,8	4,2
2024		2,8	2,8	4,0	168	2,9	2,5	2,8
2023	Q1	2,8	2,3	3,5	278	5,8	5,1	4,9
	Q2	2,4	2,8	3,5	233	4,0	3,9	4,6
	Q3	4,4	3,2	3,7	154	3,5	3,4	3,9
	Q4	3,2	3,2	3,8	199	3,2	2,8	3,2
2024	Q1	1,6	2,9	3,8	196	3,3	2,7	3,0
	Q2	3	3	4,0	133	3,2	2,6	2,7
	Q3	3,1	2,7	4,2	133	2,6	2,3	2,7
-	Q4	2,4	2,5	4,1	209	2,7	2,5	2,8
2025	Q1	-0,5	2	4,1	111	2,7	2,5	2,8
	Q2	;	;	4,2	150	;	;	;
	Q3	;	;	;	;	;	;	;
	Q4	;	;	;	;	;	;	;
Ιαν-25				4,0	111	3,0	2,6	2,7
Φεβ-25				4,1	102	2,8	2,7	2,9
Μαρ-25				4,2	120	2,4	2,3	2,7
Απρ-25				4,2	158	2,3	2,2	2,6
Μαϊ-25				4,2	144	2,4	2,3	2,7
Ιουν-25				4,1	147	;	;	;

* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

**PCE-food & ener-
gy



Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ (συνέχεια)

		ISM		Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης	Εμπορικό Ισοζύγιο	Βιομηχανική Παραγωγή	Λιανικές Πω- λήσεις	NAHB
Χρονική Περίοδος	Μετα- ποίησης	Υπηρεσιών	Παν/μίου Μίσι- γκαν	(SA-δισ. €)	Ετήσια % με- ταβολή	Ετήσια % με- ταβολή		
2021		60,6	62,4	77,6	-69,8	4,4	18,3	81,2
2022		53,5	56,1	59,0	-77,0	3,4	9,0	59,0
2023		47,1	52,7	65,4	-64,5	0,2	3,4	44,3
2024		48,2	52,4	72,5	-75,3	-0,3	3,0	44,8
2023	Q1	47,0	53,4	64,6	-65,5	0,7	5,1	40,3
	Q2	46,5	52,5	62,4	-67,4	0,1	1,6	50,0
	Q3	47,8	53,4	69,7	-60,8	0,0	3,2	50,0
	Q4	47,0	51,7	64,9	-64,3	-0,2	3,7	37,0
2024	Q1	48,8	52,2	78,4	-66,6	-0,6	3,0	47,7
	Q2	48,5	50,8	71,5	-73,8	0,2	2,2	46,3
	Q3	47,3	52,5	68,1	-77,1	-0,3	2,3	40,3
	Q4	48,2	54,1	72,1	-83,7	-0,3	4,5	45,0
2025	Q1	50,1	52,4	64,5	-130,2	1,5	3,3	42,7
	Q2	48,7	50,8	55,0	;	;	;	35,3
	Q3	;	;	;	;	;	;	;
	Q4	;	;	;	;	;	;	;
Ιαν-25		50,9	52,8	71,7	-130,3	1,7	5,1	47,0
Φεβ-25		50,3	53,5	64,7	-122,0	1,4	-0,1	42,0
Μαρ-25		49,0	50,8	57,0	-138,3	1,5	4,8	39,0
Αпр-25		48,7	51,6	52,2	-60,3	1,3	5,2	40,0
Μαϊ-25		48,5	49,9	52,2	-71,5	0,8	3,1	34,0
Ιουν-25		49,0	50,8	60,7	;	;	;	32,0

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεγκός Ηλίας
Chief Economist

Lekkosi@piraeusbank.gr
Τηλ. 2103288120

Πατίκης Βασίλειος
Director

Patikisv@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 373 9178

Παπιώτη Λιάνα
Adm. Assistant

PapiotiE@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 328 8187

Οικονομική Ανάλυση

Παπακώστας Χρυσοβαλάντης

Papakostasc@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4491

Ρότσικα Δημητρία

RotsikaD@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4494

Στεφάνου Αικατερίνη

StefanouA@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4522

Επενδυτική Στρατηγική

Γαβαλάς Στέφανος

Gavalass@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4503

Γαρέφος Λουκάς

GarefosL@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 3739 182

Διακουμάκου Ευαγγελία

DiakoumakouE@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4528

Σακαρέλης Νίκος

SakarelisN@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 3739 173

Η «Επενδυτική Στρατηγική - 3ο Τρίμηνο 2025» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφεξής η «Τράπεζα»), η οποία εποπτεύεται από την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα σε συνεργασία με την Τράπεζα της Ελλάδος, και αποστέλλεται ή τίθεται στη διάθεση τρίτων χωρίς να υπάρχει υποχρέωση προς τούτο από τον συντάκτη του. Το παρόν κείμενο ή μέρος του δεν μπορεί να αναπαράχθει με οποιονδήποτε τρόπο χωρίς την προηγούμενη γραπτή έγκριση από τον συντάκτη του.

Οι περιλαμβανόμενες στο παρόν πληροφορίες ή απόψεις απευθύνονται σε υφιστάμενους ή δυνητικούς πελάτες με γενικό τρόπο, χωρίς να έχουν λάβει υπόψη τις εξατομικευμένες περιστάσεις, τους επενδυτικούς στόχους, την οικονομική δυνατότητα και την πείρα ή γνώση των πιθανών παραληπτών του παρόντος και, ως εκ τούτου, δεν συνιστούν και δεν πρέπει να εκλαμβάνονται ως πρόταση ή προσφορά για τη διενέργεια συναλλαγών σε χρηματοπιστωτικά μέσα ή νομίματα, ούτε ως σύσταση ή συμβουλή για τη λήψη επενδυτικών αποφάσεων σχετικά με αυτά. Λαμβάνοντας υπόψη την παραπάνω, ο λήπτης της παρούσας πληροφόρησης πρέπει να προχωρήσει στη δική του έρευνα, ανάλυση και επιβεβαίωση της πληροφορίας που περιέχεται σε αυτό το κείμενο και να αναζητήσει ανεξάρτητες νομικές, φορολογικές και επενδυτικές συμβουλές από επαγγελματίες, πριν προχωρήσει στη λήψη της επενδυτικής του απόφασης.

Οι πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν βασίζονται σε πηγές που η Τράπεζα θεωρεί αξιόπιστες και παρατίθενται αυτούσιες, αλλά η Τράπεζα δεν μπορεί να εγγυηθεί την ακρίβεια και πληρότητά τους. Οι απόψεις και εκτιμήσεις που εκτίθενται στο παρόν αφορούν την τάση της εγχώριας και των διεθνών χρηματοοικονομικών αγορών κατά την αναγραφόμενη ημερομηνία (τιμές κλεισίματος) και υπόκεινται σε μεταβολές χωρίς ειδοποίηση. Η Τράπεζα ενδέχεται, ωστόσο, να συμπεριλάβει στο παρόν έρευνες στον τομέα των επενδύσεων, οι οποίες έχουν εκπονηθεί από τρίτα πρόσωπα. Στην περίπτωση αυτή, η Τράπεζα δεν τροποποιεί τις ως άνω έρευνες,

αλλά τις παραθέτει αυτούσιες και, συνεπώς, δεν αναλαμβάνει οποιαδήποτε ευθύνη για το περιεχόμενο αυτών. Η Τράπεζα δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί τις πληροφορίες που εμπεριέχονται στο παρόν. Λαμβάνοντας υπόψη την ανωτέρω, η Τράπεζα, τα Μέλη του Διοικητικού της Συμβουλίου και τα υπεύθυνα πρόσωπα ουδεμία ευθύνη αναλαμβάνουν ως προς τις πληροφορίες που περιλαμβάνονται στο παρόν ή/και την έκβαση τυχόν επενδυτικών αποφάσεων που λαμβάνονται σύμφωνα με αυτές.

Ο Όμιλος της Τράπεζας Πειραιώς είναι ένας οργανισμός με σημαντική ελληνική, αλλά και αυξανόμενη διεθνή παρουσία και μεγάλο εύρος παρεχόμενων επενδυτικών υπηρεσιών. Στο πλαίσιο των επενδυτικών υπηρεσιών που παρέχει η Τράπεζα ή/και άλλες εταιρείες του Ομίλου της ενδέχεται να ανακύψουν περιπτώσεις σύγκρουσης συμφερόντων σε σχέση με τις παρεχόμενες στο παρόν πληροφορίες. Σχετικά επισημαίνεται ότι η Τράπεζα, τα υπεύθυνα πρόσωπα ή/και οι εταιρείες του Ομίλου της μεταξύ άλλων:

α) Δεν υπόκεινται σε καμία απαγόρευση όσον αφορά στη διαπραγμάτευση για ίδιο λογαριασμό ή στο πλαίσιο διαχείρισης χαρτοφυλακίου πριν από τη δημοσιοποίηση του παρόντος εντύπου, ή την απόκτηση μετοχών πριν από δημόσια εγγραφή ή την απόκτηση λοιπών κινητών αξιών.

β) Ενδέχεται να παρέχουν έναντι αμοιβής υπηρεσίες επενδυτικής τραπεζικής σε κάποιον από τους εκδότες, για τους οποίους τυχόν παρέχονται με το παρόν πληροφορίες.

γ) Ενδέχεται να συμμετέχουν στο μετοχικό κεφάλαιο εκδοτών ή να αποκτούν άλλους τίτλους εκδόσεως των εν λόγω εκδοτών ή να έλκουν άλλα χρηματοοικονομικά συμφέροντα από αυτούς.

δ) Ενδέχεται να παρέχουν υπηρεσίες ειδικού διαπραγματευτή ή αναδόχου σε κάποιους από τους τυχόν αναφερόμενους στο παρόν εκδότες.

ε) Ενδεχομένως να έχουν εκδώσει σημειώματα διαφορετικά ή μη συμβατά με τις πληροφορίες που εκτίθενται στο παρόν.

Η Τράπεζα και οι λοιπές εταιρείες του Ομίλου της έχουν θεσπίσει, εφαρμόζουν και διατηρούν αποτελεσματική πολιτική, η οποία αποτρέπει τη δημιουργία καταστάσεων συγκρούσεως συμφερόντων και τη διάδοση των κάθε είδους πληροφοριών μεταξύ των υπηρεσιών ("σινικά τείχη"), καθώς επίσης συμμορφώνονται διαρκώς με τις προβλέψεις και τους κανονισμούς σχετικά με τις προνομιακές πληροφορίες και την κατάχρηση αγοράς. Επίσης, η Τράπεζα βεβαιώνει ότι δεν έχει οποιουδήποτε είδους συμφέρον ή σύγκρουση συμφερόντων με

α) οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο που θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας και

β) με οποιαδήποτε άλλη νομική οντότητα ή πρόσωπο τα οποία δεν θα μπορούσαν να συμμετάσχουν στην προετοιμασία της παρούσας έρευνας, αλλά που είχαν πρόσβαση στην παρούσα έρευνα πριν από τη δημοσιοποίησή της.

Ρητά επισημαίνεται ότι οι επενδύσεις που περιγράφονται στο παρόν έντυπο εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους, μεταξύ των οποίων και ο κίνδυνος απώλειας του επενδεδυμένου κεφαλαίου. Ειδικότερα επισημαίνεται ότι:

α) τα αριθμητικά στοιχεία αναφέρονται στο παρελθόν και ότι οι προηγούμενες επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,

β) εφόσον τα αριθμητικά στοιχεία αποτελούν προσομοίωση προηγούμενων επιδόσεων, οι προηγούμενες αυτές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,

γ) η απόδοση ενδέχεται να επηρεαστεί θετικά ή αρνητικά από συναλλαγματικές διακυμάνσεις, σε περίπτωση που τα αριθμητικά στοιχεία είναι εκπεφρασμένα σε ξένο (πλην του ευρώ) νόμισμα,

δ) οι τυχόν προβλέψεις σχετικά με τις μελλοντικές επιδόσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων,

ε) η φορολογική μεταχείριση των αναφερόμενων στο παρόν πληροφοριών και συναλλαγών εξαρτάται και από τα ατομικά δεδομένα εκάστου επενδυτή και ενδέχεται να μεταβληθεί στο μέλλον. Ως εκ τούτου ο παραλήπτης οφείλει να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα φορολογική νομοθεσία.

Η διανομή του παρόντος εντύπου εκτός Ελλάδος ή/και σε πρόσωπα διεπόμενα από αλλοδαπό δικαίωμα μπορεί να υπόκειται σε περιορισμούς ή απαγορεύσεις σύμφωνα με την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία. Για το λόγο αυτό, ο παραλήπτης του παρόντος καλείται να αναζητήσει ανεξάρτητες συμβουλές ως προς την εκάστοτε εφαρμοστέα νομοθεσία, ώστε να διερευνήσει τυχόν τέτοιους περιορισμούς ή/και απαγορεύσεις.

«Η Επενδυτική Στρατηγική βασίζεται σε μέσο - μακροπρόθεσμες σχέσεις μεταξύ αγορών και μακροοικονομικών/εταιρικών θεμελιωδών μεγεθών όπως αυτές εκτιμώνται από το τμήμα Economic Research & Investment Strategy. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς μπορούν να διαφοροποιούνται ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς.»

***///* Piraeus**