



Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	3
2. Οικονομία.....	10
2.1 ΗΠΑ.....	11
2.2 Ευρωζώνη	14
2.3 Ιαπωνία.....	17
2.4 Κίνα.....	18
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας.....	20
3. Μετοχές.....	22
3.1 ΗΠΑ.....	23
3.2 Ευρωζώνη	26
3.3 Ιαπωνία, Αναδυόμενες Κίνα	29
4. Ομόλογα	31
4.1 ΗΠΑ Κρατικά.....	32
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	34
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	35
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά.....	37
5. Συνάλλαγμα	39
5.1 USD.....	40
5.2 EURUSD	41
5.3 USDJPY EURGBP	42
6. Εμπορεύματα.....	45
6.1 Πετρέλαιο.....	46
6.2 Χρυσός	48
7. Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων	50
8. Παράρτημα.....	53

Εισαγωγή

01

Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον:

Η γεωπολιτική μπορεί να «εντυπωσιάσει», η νομισματική πολιτική μπορεί να «εκπλήξει»

Η ανάληψη της διακυβέρνησης των ΗΠΑ από τον πρόεδρο Τραμπ και η άμεση υλοποίηση των εξαγγελθέντων πολιτικών του σε οικονομικό, κοινωνικό, εμπορικό αλλά και γεωπολιτικό επίπεδο είχε ως αποτέλεσμα **το 2025 να μπορεί άνετα να χαρακτηριστεί ως έτος έντονης μεταβλητότητας, αβεβαιότητας και γεωπολιτικής αναταραχής. Επιγραμματικά και μόνο να αναφέρουμε ότι στο εσωτερικό των ΗΠΑ έγιναν έντονες προσπάθειες περιορισμού του κόστους λειτουργίας της δημόσιας διοίκησης, κατάργησης πολλών κανονιστικών διατάξεων κυρίως σχετικά με τον χρηματοπιστωτικό κλάδο και τις εταιρείες παραγωγής υδρογονανθράκων καθώς και ενέργειες περιορισμού - εάν όχι καταστολής - της παράνομης μετανάστευσης.** Παράλληλα σε γεωοικονομικό επίπεδο το 2025 χαρακτηρίστηκε από τις προσπάθειες του προέδρου Τραμπ να ανασχεδιάσει βίαια την παγκόσμια οικονομική και εμπορική αρχιτεκτονική υπέρ των ΗΠΑ, ενώ σε γεωπολιτικό επίπεδο ο Τραμπ επεδίωξε την αύξηση της συμμετοχής των ευρωπαίων στις στρατιωτικές δαπάνες του NATO, την κατάπαυση των συγκρούσεων σε Ουκρανία και Μέση Ανατολή και μόλις πρόσφατα να επέμβει στην Βενεζουέλα.

Η εκτίμηση μας είναι ότι όλος αυτός **ο καταιγισμός οικονομικών και πολιτικών δράσεων του 2025 θα αποκλιμακωθεί απότομα το 2026.**

Καθώς η συντριπτική πλειοψηφία των πολιτικών του προέδρου Τραμπ έχει δρομολογηθεί, το βασικό μας αφήγημα για τη χρονιά που αρχίζει είναι ότι το 2026 θα βιώσουμε – με μια σημαντική εξαίρεση – μια σημαντική υποχώρηση της αβεβαιότητας αυτής.

Πρακτικά αυτό μεταφράζεται στη συνέχιση της οικονομίας δυο ταχυτήτων στις ΗΠΑ, όπου τα ανώτερα κοινωνικά στρώματα και οι μεγάλες επιχειρήσεις θα συνεχίσουν να ευνοούνται από τα μέτρα οικονομικής πολιτικής, ενώ η υπόλοιπη οικονομία θα συνεχίσει να δέχεται πιέσεις από τον πληθωρισμό και την επιβράδυνση της αγοράς εργασίας. Η οικονομία της Ευρωζώνης θα βελτιωθεί οριακά καθώς το 2026 θα είναι το τελευταίο έτος υλοποίησης του Ταμείου Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας και θα αυξηθούν σημαντικά οι δημόσιες δαπάνες της Γερμανίας. Τέλος και η Κίνα αναμένουμε να συνεχίσει την υφιστάμενη πορεία σταδιακής και ελεγχόμενης επιβράδυνσης του ρυθμού ανάπτυξής της.

Νομισματική Πολιτική:

Η τελευταία ψηφίδα στο puzzle της παγκόσμιας αβεβαιότητας

Έχοντας πλήρη συναίσθηση ότι η τρέχουσα ειδησιογραφία κυριαρχείται από την επέμβαση των ΗΠΑ στη Βενεζουέλα και τη σύλληψη του Μαδούρο καθώς

και από τις διπλωματικές παρεμβάσεις στο θέμα της ανεξαρτησίας της Γροιλανδίας, **η εκτίμηση μας είναι ότι τα γεωπολιτικά γεγονότα αυτά θα πρέπει να τα αξιολογήσουμε – κάπως αδόκιμα είναι γεγονός – ως «ουρές» ή «παραλειπόμενα» των πολιτικών του 2025.** Με κίνδυνο να διαψευσθούμε εντυπωσιακά, η άποψή μας είναι ότι οι ενέργειες αυτές μπορεί να εντυπωσιάζουν αλλά να έχουν περιορισμένες – έως και μηδενικές – επιπτώσεις στην πορεία των οικονομιών και των αγορών.

Τουναντίον, **η έκπληξη και η αναζωπύρωση της αβεβαιότητας μπορεί να προέλθει από το μόνο τομέα που ο πρόεδρος Τράμπ δεν είχε έως τώρα την ευκαιρία να επιβάλει τη βούληση του: Τη Νομισματική Πολιτική.** Η νομισματική πολιτική μπορεί να εκπλήξει τις αγορές σε δύο επίπεδα. Πρώτον στο επίπεδο του παρεμβατικού επιτοκίου. Ήδη το παρεμβατικό επιτόκιο της Fed έχει μειωθεί από το 5,5% στο 3,75% και οι αγορές προεξοφλούν περαιτέρω αποκλιμάκωση στο 3,25%. Ωστόσο, σε μια προσπάθεια επιπλέον στήριξης της οικονομικής δραστηριότητας είναι πιθανό η Fed μετά την εκλογή νέου επικεφαλής το Μάιο του 2026 να προχωρήσει σε πιο επιθετικές μειώσεις προς τα επίπεδα του 2,5%.

Το δεύτερο επίπεδο που αποτελεί κατά την άποψή μας την τελευταία ψηφίδα στις πολιτικές επιδιώξεις του Τραμπ, είναι ο έλεγχος των μακροχρόνιων επιτοκίων. Από πολλές απόψεις το επιτόκιο των 10ετών ομολόγων έχει μεγαλύτερο ειδικό βάρος από το παρεμβατικό επιτόκιο. Εάν λοιπόν **οι αποδόσεις των 10ετών ομολόγων στις ΗΠΑ δεν ακολουθήσουν καθοδική πορεία, τότε πιστεύουμε ότι θα δούμε μια πρωτοφανή συγχρονισμένη εκστρατεία από τη Fed, το Υπουργείο Οικονομικών και το αμερικάνικο χρηματοπιστωτικό σύστημα προκειμένου να υποχωρήσουν οι αποδόσεις των ομολόγων στα «επιθυμητά» επίπεδα.** Μια τέτοια ενέργεια – παρότι μη ευθυγραμμισμένη με τις αρχές λειτουργίας της ελεύθερης αγοράς – θα περιορίσει το κόστος χρηματοδότησης των δημοσιονομικών ελλειμμάτων, θα βελτιώσει σημαντικά τη δυναμική του λόγου χρέους προς ΑΕΠ αλλά και θα βελτιώσει τις συνθήκες στην αγορά ακινήτων – επιτρέποντας στον Τραμπ να διακηρύξει άλλη μια νίκη υπέρ του μέσου αμερικάνικου νοικοκυριού. Τέλος, μια τέτοια πολιτική εγκυμονεί σημαντικούς κινδύνους για την ισοτιμία του δολαρίου, αλλά αυτό δεν φαίνεται να απασχολεί την ηγεσία των ΗΠΑ στην τρέχουσα συγκυρία.

Από την (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές

Η μείωση της αβεβαιότητας, τα μέτρα φορολογικής πολιτικής, η συνέχιση της οικονομικής ανάπτυξης 2 ταχυτήτων και η προσδοκία για χαμηλότερα επιτόκια μπορεί να εγκυμονούν κινδύνους για το μέλλον, ωστόσο βραχυχρόνια θα στηρίξουν τις μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ. Ιδιαίτερα **για τις ΗΠΑ πιστεύουμε ότι πέρα από τους μεγάλους τεχνολογικούς κολοσσούς θα δούμε βελτίωση και στις μικρότερες επιχειρήσεις (small caps).** Σε κλαδικό επίπεδο προτιμούμε τους κλάδους επικοινωνιών, τραπεζών, κοινής ωφέλειας

και υγείας. Αντίθετα, **εξακολουθούμε να παραμένουμε επιφυλακτικοί στην Ευρωζώνη** καθώς είναι πολύ πιθανό οι προσδοκίες για βελτίωση της κερδοφορίας των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων να διαφυσθούν.

Παράλληλα θα περίμενε κανείς ότι και η εκτίμηση μας για την πορεία των ομολόγων θα ήταν θετική. Ωστόσο κατά την άποψή μας – η σχέση απόδοσης έναντι ρίσκου (δηλαδή μεταβλητότητας) είναι τέτοια ώστε να μας κάνει να διατηρούμε ουδέτερη άποψη στα ομόλογα ΗΠΑ και ήπια θετική άποψη στα ομόλογα Ευρωζώνης.

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Βάσει όλου αυτού του αφηγήματος για μείωση της αβεβαιότητας, συνέχιση της ανάπτυξης και πτώση των επιτοκίων στις ΗΠΑ, το βασικό ρίσκο για τις αγορές είναι ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ. **Τυχόν επιτάχυνση ή έστω και διατήρηση του πληθωρισμού σε επίπεδα άνω του στόχου του 2% θα θέσει σε αμφιβολία τόσο την πίστη των αγορών στη δικλείδα ασφαλείας που μπορεί να προσφέρει η Fed (Fed put),** όσο και στην δυνατότητα ελέγχου της αγοράς ομολόγων, οδηγώντας σε αύξηση της μεταβλητότητας σε ομόλογα μετοχές και δολάριο.

Δεύτερος παράγοντας ρίσκου, ιδιαίτερα για τα ομόλογα, **είναι οι δικαστικές αποφάσεις αναφορικά με τη νομιμότητα των δασμών που έχει επιβάλλει η κυβέρνηση Τραμπ.** Τυχόν ακύρωσή τους θα διευρύνει τα ήδη τεράστια δημοσιονομικά ελλείμματα στις ΗΠΑ, οδηγώντας σε αύξηση των αποδόσεων των ομολόγων. Ωστόσο, σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, μια τέτοια εξέλιξη θα θεωρηθεί θετική για τις αγορές.

Επιπρόσθετα, **σε χρονιές όπως το 2026 με ενδιάμεσες εκλογές (mid-term elections) τα χρηματιστήρια στις ΗΠΑ παραδοσιακά καταγράφουν πρόσκαιρη αλλά σημαντική διόρθωση.**

Τέλος, **οποιαδήποτε αρνητική εξέλιξη στο αφήγημα της «τεχνητής νοημοσύνης»** και κυρίως στη δυνατότητα ενός μικρού αριθμού τεχνολογικών επιχειρήσεων να κυριαρχήσουν στην νέα αυτή αγορά και να αποκομίσουν μονοπωλιακού επιπέδου κέρδη, θα μπορούσε να επιφέρει σημαντική διόρθωση στις αποτιμήσεις αυτών των εταιριών και κατ' επέκταση στη γενικότερη πορεία των μετοχικών αγορών.

Ηλίας Λεγκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Επενδυτικές Απόψεις

Α' τρίμηνο 2026

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							

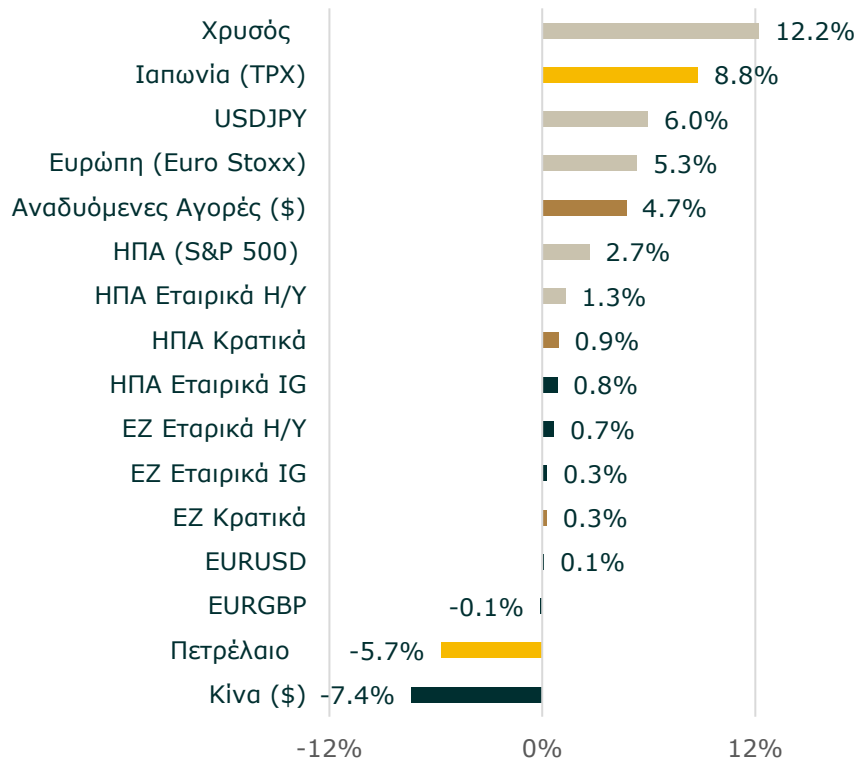
Εταιρικά Ομόλογα	-			Neutral			+
IG ΗΠΑ							
IG Ευρωζώνης							
HY ΗΠΑ							
HY Ευρωζώνης							

Εμπορεύματα	-			Neutral			+
Χρυσός							
Πετρέλαιο							

 Τρέχουσα Άποψη
 Προηγούμενη Άποψη

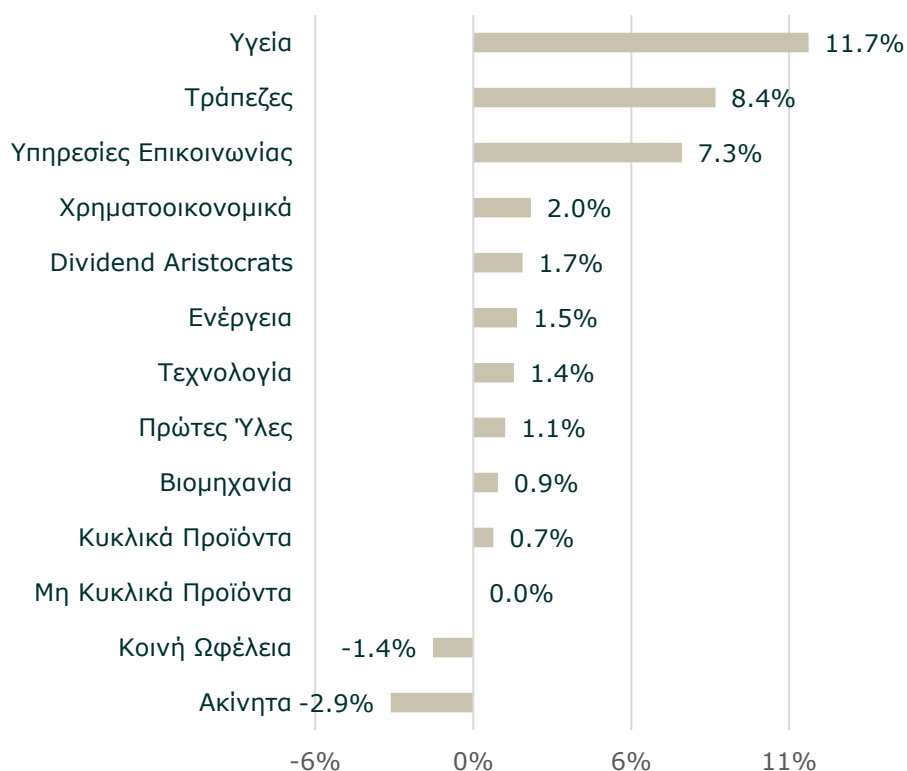
«Η Επενδυτική Στρατηγική βασίζεται σε μέσο - μακροπρόθεσμες σχέσεις μεταξύ αγορών και μακροοικονομικών / εταιρικών θεμελιωδών μεγεθών όπως αυτές εκτιμώνται από το τμήμα Economic Research & Investment Strategy. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς μπορούν να διαφοροποιούνται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

Αποδόσεις Αγορών Δ' τριμ. 2025 (%)

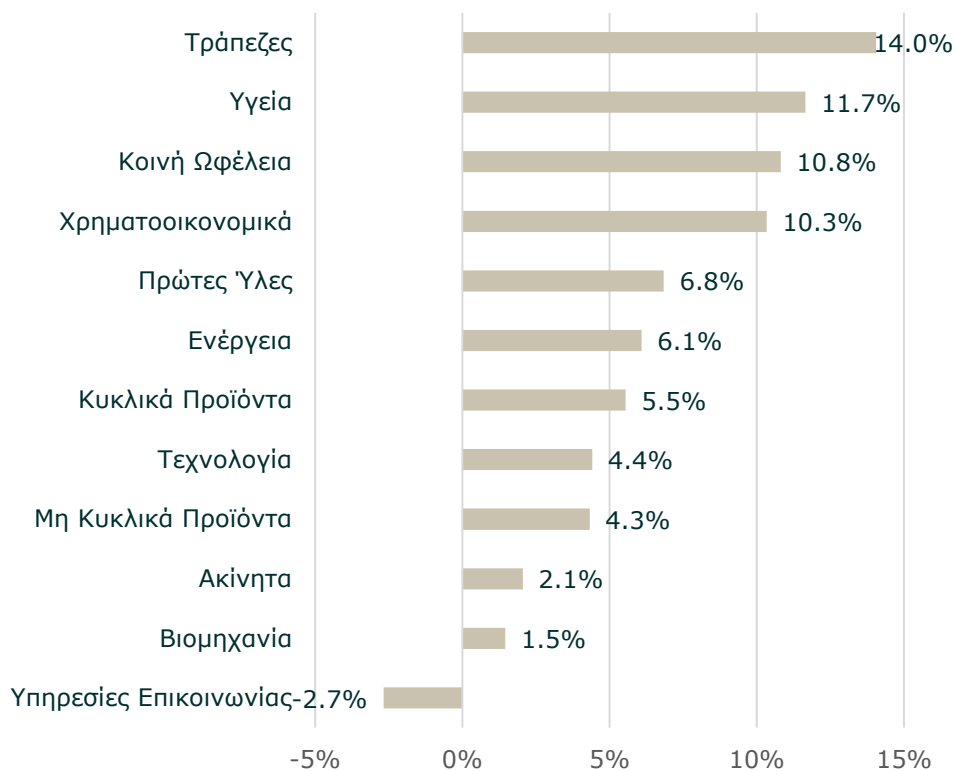


- Μετοχές
- Ομόλογα
- Εμπορεύματα
- Ισοτιμίες

ΗΠΑ Κλάδοι - Αποδόσεις Δ' τριμήνου 2025 (%)



ΕΖ Κλάδοι - Αποδόσεις Δ' τριμήνου 2025 (%)



2.1 ΗΠΑ:

Τα οικονομικά στοιχεία παραμένουν ισχυρά όπως και η απόκλιση μεταξύ αντικειμενικών δεδομένων και προσδοκιών (hard vs. soft data)

Η μερική παύση λειτουργίας του αμερικανικού Δημοσίου (από 1 Οκτωβρίου έως 12 Νοεμβρίου) προκάλεσε καθυστερήσεις στη δημοσίευση βασικών οικονομικών στοιχείων στην διάρκεια του δ' τριμήνου. Επιπλέον, ορισμένα στοιχεία για τον Οκτώβριο παραλείφθηκαν, δυσχεραίνοντας την ανάλυση των βραχυπρόθεσμων τάσεων σε σημαντικούς τομείς όπως η απασχόληση και ο πληθωρισμός

Η παράταση της εκχειρίδας στον εμπορικό πόλεμο ΗΠΑ-Κίνας για ένα έτος που συμφωνήθηκε κατά τη συνάντηση των προέδρων των δύο χωρών στη Νότια Κορέα στις 30 Οκτωβρίου αποτέλεσε ιδιαίτερα θετική εξέλιξη. Ως αποτέλεσμα, η συνολική αβεβαιότητα μειώθηκε σημαντικά, καθώς φαίνεται να υπάρχει διάθεση συνεργασίας αντί για ένταση ανάμεσα στις δύο μεγαλύτερες οικονομίες. Παράλληλα, στις 12 Νοεμβρίου έληξε η μακροβιότερη μερική αναστολή λειτουργίας του ομοσπονδιακού κράτους των ΗΠΑ. Η διακομματική συμφωνία που επιτεύχθηκε εξασφαλίζει τη χρηματοδότηση του κράτους μέχρι τα τέλη Ιανουαρίου, εξακολουθεί όμως να υπάρχει το ενδεχόμενο νέας κρίσης. Σημαντικό παραμένει το γεγονός ότι η οικονομική δραστηριότητα εξακολουθεί να καταγράφει ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης. Παραμένει, ωστόσο, σημαντικό ζήτημα η ευρεία απόκλιση μεταξύ των πραγματικών οικονομικών στοιχείων, τα οποία συνεχίζουν να δημοσιεύονται με καθυστέρηση, και των χαμηλών προσδοκιών που καταγράφονται σε αρκετούς πρόδρομους δείκτες. Σημειώνεται ότι στις έρευνες αισιοδοξίας ή προσδοκιών, κάθε νοικοκυριό διαθέτει ίση βαρύτητα ψήφου, γεγονός που οδηγεί στην αποτύπωση υψηλότερης ανησυχίας για την οικονομία στο γενικό πληθυσμό. Αντιθέτως, οι πραγματικές δαπάνες αντανakλούν κυρίως τις καταναλωτικές συμπεριφορές των οικονομικά ισχυρότερων νοικοκυριών.

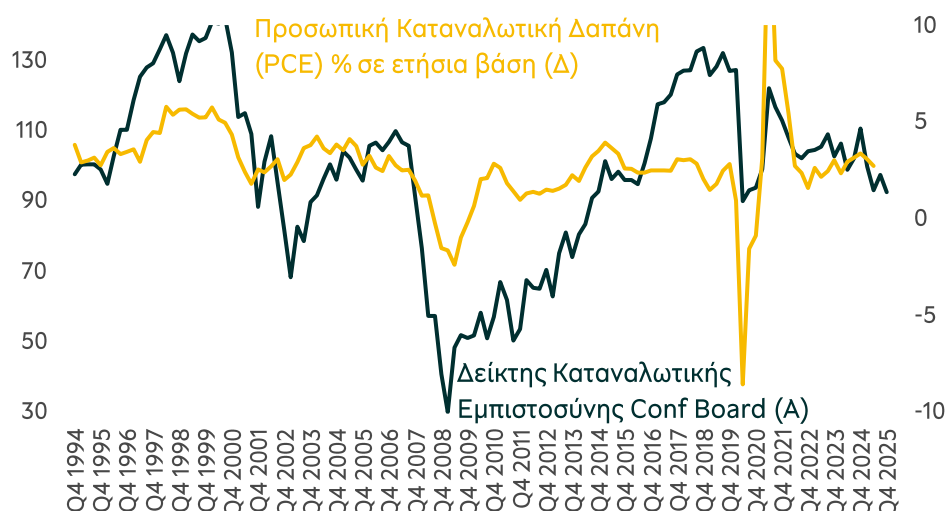
Μετά την άνοδο κατά 3,8% το β' τρίμηνο του 2025, **η οικονομία των ΗΠΑ εξέπληξε θετικά και το γ' τρίμηνο, με το πραγματικό ΑΕΠ να ενισχύεται 4,3% σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση** (τα στοιχεία αφορούν την περίοδο πριν από το shutdown). Ο υψηλότερος ρυθμός του γ' τριμήνου αποδίδεται κυρίως στην αύξηση της ιδιωτικής κατανάλωσης η οποία επιταχύνθηκε κατά 1% στο 3,5% (τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση), ως αποτέλεσμα των ισχυρών επιδόσεων στους τομείς των υπηρεσιών (+3,7%) και των αγαθών (+3,1%) και στο ευμετάβλητο σκέλος των καθαρών εξαγωγών. Σε ετήσια βάση το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε 2,3%, ελαφρώς υψηλότερα από το προηγούμενο τρίμηνο. Η συνολική ζήτηση παραμένει υψηλή, παρά την χειροτέρευση των συνθηκών στην αγορά εργασίας και των πιέσεων στην αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Αυτή η δυναμική εξηγείται σε μεγάλο βαθμό από το φαινόμενο της «**οικονομίας δύο ταχυτήτων**» όπου τα νοικοκυριά με υψηλά εισοδήματα συνεχίζουν να ξοδεύουν, ενώ εκείνα με χαμηλότερα εισοδήματα παρουσιάζουν στασιμότητα. Παράλληλα, παρατηρείται αύξηση στη χρήση πιστωτικών καρτών και στις καθυστερήσεις πληρωμών από τα νοικοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα καθώς οι φορολογικές και εμπορικές πολιτικές τα επηρεάζουν δυσανάλογα. Η έννοια της «οικονομίας δύο ταχυτήτων» ισχύει και για τις επιχειρήσεις, όπου οι τεχνολογικά προηγμένες

εταιρίες συνεχίζουν και αναπτύσσονται δυναμικά επενδύοντας σε καινοτομία και αυτοματοποίηση, ενώ οι μικρότερες εταιρίες αντιμετωπίζουν πιέσεις από υψηλό κόστος δανεισμού και αυξημένα λειτουργικά έξοδα.

Μια επιδείνωση στον δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης του Conference Board θα σηματοδοτούσε πρόσθετους καθοδικούς κινδύνους για την κατανάλωση

Στο τέλος του 2025 τα οικονομικά στοιχεία παραμένουν αρκετά δυνατά, με τον δείκτη οικονομικών εκπλήξεων να διατηρείται θετικός τον Δεκέμβριο. Τα τελευταία στοιχεία για την βιομηχανική παραγωγή, τις παραγγελίες διαρκών αγαθών και τις πάγιες επενδύσεις είναι υψηλότερα των εκτιμήσεων. Ωστόσο, τα στοιχεία από την αγορά κατοικίας παραμένουν συγκρατημένα και οι λιανικές πωλήσεις επιβραδύνουν τους τελευταίους μήνες. Επιπλέον, η καταναλωτική εμπιστοσύνη επιδεινώθηκε τον Δεκέμβριο. Ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν υποχώρησε τον Δεκέμβριο στο 52,9 και αυτός του Conference Board στο 89,1, τιμές συγκριτικά χαμηλές. Εκτιμούμε ότι οι δείκτες καταναλωτικού κλίματος συνολικά υποδηλώνουν ότι οι πραγματικές καταναλωτικές δαπάνες αναμένεται να επιβραδυνθούν από 2,6% σε ετήσια βάση στο 1,3% μέσα στους επόμενους 6-7 μήνες.

Δείκτης Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης CB & PCE σε ετήσια βάση (%)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Ταυτόχρονα, μεικτή ήταν τον Δεκέμβριο η εικόνα των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών ISM. Ο δείκτης στη μεταποίηση υποχώρησε στο 47,9, καταδεικνύοντας μεγαλύτερη συρρίκνωση της δραστηριότητας. Αντίθετα, ο δείκτης στις υπηρεσίες ανήλθε στο 54,4 υποδηλώνοντας ενίσχυση της δραστηριότητας. Από την άλλη, ελαφρά ανοδικά κινήθηκε ο πρόδρομος δείκτης NFIB που εκφράζει τις προσδοκίες των μικρών επιχειρήσεων και ο δείκτης εμπιστοσύνης των κατασκευαστών κατοικιών (NAHB) που ενισχύθηκε για τρίτο συνεχόμενο μήνα.

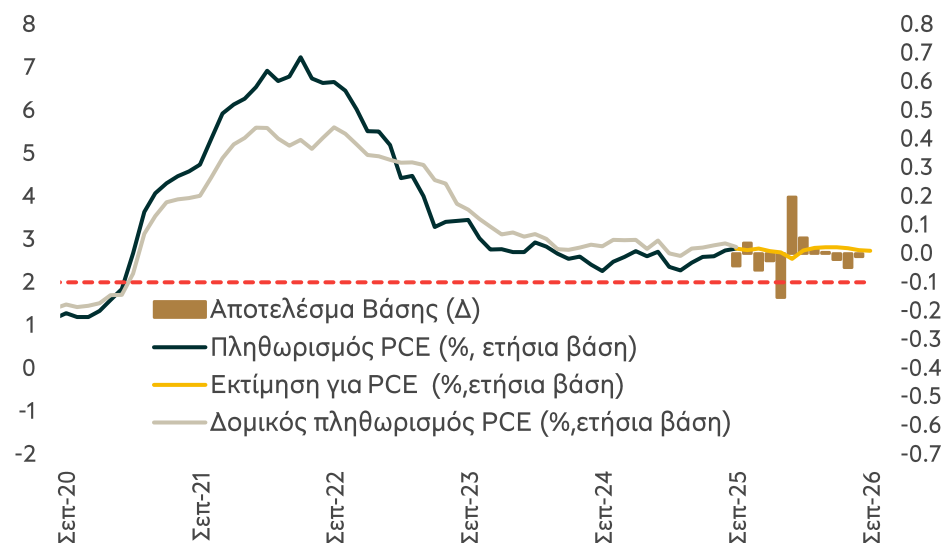
Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας φαίνεται να σταθεροποιούνται το τελευταίο διάστημα. Από την πλευρά της ζήτησης, οι νέες θέσεις εργασίας ανέκαμψαν τον Νοέμβριο (+64 χιλ.). Τον Οκτώβριο οι νέες θέσεις εργασίας μειώθηκαν κατά 105 χιλ (λόγω της απώλειας 162 χιλ ομοσπονδιακών θέσεων

εργασίας). Αντιθέτως, ο ιδιωτικός τομέας παρουσίασε μέση αύξηση κατά 75 χιλ θέσεις εργασίας τους τελευταίους 3 μήνες, σημειώνοντας ελαφρά βελτίωση σε σχέση με τον μέσο όρο κατά το β' και γ' τρίμηνο. Το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε τον Νοέμβριο στο 4,6%, από 4,4% τον Σεπτέμβριο καθώς η ζήτηση έχει περιοριστεί και παράλληλα περισσότεροι άνθρωποι εισέρχονται στην αγορά εργασίας. Υψηλότερο ποσοστό ανεργίας συνεχίζουν να υποδεικνύουν οι περισσότεροι δείκτες απασχόλησης των περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών και ο δείκτης συνθηκών αγοράς εργασίας της Kansas Fed που υποχώρησε ελαφρώς τον Νοέμβριο (σε σχέση με τον Σεπτέμβριο). Θετικός παράγοντας για την αγορά εργασίας είναι το καθαρό ποσοστό επιχειρήσεων που σχεδιάζουν να αυξήσουν την απασχόληση, σύμφωνα με την έρευνα της NFIB. Συγκεκριμένα, το ποσοστό αυτό ανήλθε στο 19%, από 16% τον Σεπτέμβριο. Αντίθετα, αρνητικός παράγοντας είναι η αύξηση του ποσοστού εργαζομένων που εργάζονται μερικώς (part-time) για οικονομικούς λόγους. Τον Νοέμβριο, το ποσοστό αυτό έφτασε στο 3,4%, έναντι 2,8% τον Σεπτέμβριο.

Εκτιμούμε ότι ο πληθωρισμός θα παραμείνει κοντά στα τρέχοντα επίπεδα και το 2026

Σχετικά περιορισμένη φαίνεται με τα μέχρι σήμερα στοιχεία η επίπτωση των δασμών στον πληθωρισμό. Ο γενικός πληθωρισμός έχει σημειώσει ελαφρά μόνο επιτάχυνση κατά τους τελευταίους μήνες και τον Σεπτέμβριο διαμορφώθηκε, βάσει του δείκτη τιμών της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης (PCE), στο 2,8%, όπως και ο δομικός, παραμένει ωστόσο υψηλός σε σχέση με τον στόχο 2% Της Fed. (Ο δείκτης τιμών καταναλωτή CPI για τον Νοέμβριο ανακοινώθηκε αισθητά χαμηλότερος σε σχέση με τον Σεπτέμβριο - δεν ανακοινώθηκαν στοιχεία Οκτωβρίου - αλλά υπάρχουν ενδείξεις για προβλήματα στη συλλογή δεδομένων και αμφισβητήσιμη μεθοδολογία καθιστώντας δύσκολη την διεξαγωγή ασφαλών τάσεων).

Στατιστικό Μοντέλο Πληθωρισμού PCE



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Αναμένουμε ανάπτυξη κοντά στο 2% για το 2025 και το 2026, αλλά υπάρχουν αρκετοί κίνδυνοι που θα μπορούσαν να μετριάσουν την ανάπτυξη σε σχέση με το βασικό μας σενάριο

Συμπερασματικά, παρά την αναμενόμενη αρνητική επίδραση από το πρόσφατο κλείσιμο της κυβέρνησης στο δ' τρίμηνο, η ενσωμάτωση της ισχυρότερης του αναμενόμενου επίδοσης του γ' τριμήνου, οδηγεί σε αναθεώρηση της πρόβλεψης για την ανάπτυξη **το 2025 κοντά στο 2,0% (από σχεδόν 1,8% που αναμέναμε το προηγούμενο τρίμηνο). Στα ίδια επίπεδα αναμένουμε ότι θα κινηθεί η ανάπτυξη και το 2026.** Οι κίνδυνοι που ενδέχεται να περιορίσουν την οικονομική ανάπτυξη το 2026 περιλαμβάνουν: περαιτέρω αποδυνάμωση της αγοράς εργασίας (επενδύσεις στην τεχνητή νοημοσύνη και την τεχνολογία χωρίς ανάλογη αύξηση των προσλήψεων ή/και έναρξη κύκλου απολύσεων), διατήρηση υψηλού πληθωρισμού ακόμη και όταν η επίδραση των δασμών στις τελικές τιμές έχει μειωθεί, περιορισμένη ιδιωτική κατανάλωση κατά το 2026, νέες γεωπολιτικές και εμπορικές εντάσεις (συμπεριλαμβανομένης της επανεξέτασης της USMCA) καθώς και αβεβαιότητα ως προς τη μελλοντική πορεία της νομισματικής πολιτικής (ενδεχόμενες ανησυχίες για την ανεξαρτησία της Fed, διχασμό μεταξύ των μελών και πιθανά σφάλματα πολιτικής).

Η Fed μείωσε όπως αναμενόταν, το παρεμβατικό επιτόκιο κατά 25 μ.β. στη συνεδρίαση του Δεκεμβρίου, στο εύρος 3,50%-3,75%. Όσον αφορά τους βραχυπρόθεσμους κινδύνους ο Πρόεδρος της επισήμανε ότι επικρατούν εκείνοι που μπορούν να ωθήσουν χαμηλότερα την απασχόληση και υψηλότερα τον πληθωρισμό, γεγονός που περιπλέκει την άσκηση της νομισματικής πολιτικής. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβλέψεις της Fed, προβλέπονται ετήσιες μειώσεις κατά 25 μ.β. του βασικού επιτοκίου το 2026 και το 2027. Οι τρέχουσες εκτιμήσεις της αγοράς προβλέπουν από δύο έως τρεις μειώσεις επιτοκίων μέχρι τα τέλη του 2026.

2.2 Ευρωζώνη:

Οι εγχώριοι και διεθνείς κίνδυνοι περιορίζουν την αναπτυξιακή δυναμική

Η οικονομική δραστηριότητα το 2025 στην Ευρωζώνη αναμένεται πλέον στο 1,4% από 0,9% το 2024, υποστηριζόμενη από τις επενδύσεις και την ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση

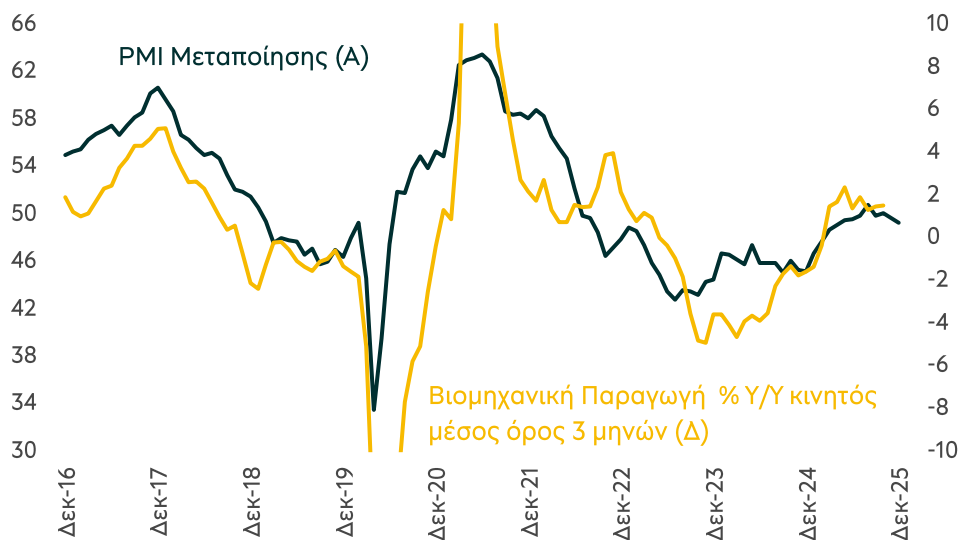
Στην προηγούμενη έκδοση της Επενδυτικής στρατηγικής το μεγαλύτερο σύνολο των οικονομικών δεικτών της Ευρωζώνης ήταν σε θετικότερη από την αναμενόμενη τροχιά, εντούτοις η εικόνα το δ' τρίμηνο του 2025 αυξάνει την πιθανότητα για επιβράδυνση της οικονομίας το 2026. Η οικονομική δραστηριότητα το 2025 στην Ευρωζώνη αναμένεται πλέον στο 1,4% από 0,9% το 2024, υποστηριζόμενη από τις επενδύσεις και την ιδιωτική και δημόσια κατανάλωση. Η κατανάλωση των νοικοκυριών συνεχίζει να υποστηρίζεται από τις συνθήκες εργασίας, τους μισθούς, την έως τώρα χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής καθώς και τις επενδύσεις στις υποδομές και την πράσινη τεχνολογία. Η σημαντική θετική επίδραση του ΑΕΠ της Ιρλανδίας που παρατηρήθηκε στο σύνολο της

Ευρωζώνης το 2025 δεν εκτιμάται ότι θα συνεχιστεί το επόμενο έτος καθώς αναμένεται σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας της χώρας το 2026. Επιπλέον, η Ευρωζώνη είναι αντιμέτωπη με την επίμονη επιβράδυνση στη βιομηχανική παραγωγή, ενώ θα πρέπει να βρει εναλλακτικές στηρίξεις για την εγχώρια ζήτηση καθώς η εξωτερική ζήτηση παραμένει ασταθής.

Για το 2026, το πραγματικό ΑΕΠ στο σύνολο της Ευρωζώνης αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 1,2% ετησίως από 1,4% το 2025

Οι βασικές προκλήσεις για το 2026 και οι οποίες αναμένεται να οδηγήσουν σε μία πιθανή επιβράδυνση το πραγματικό ΑΕΠ είναι η στάσιμη οικονομία της Γερμανίας, η χειροτέρευση της εμπιστοσύνης των επιχειρήσεων και των καταναλωτών στη Γαλλία αλλά και το υψηλό δημόσιο χρέος το οποίο αντιμετωπίζει η Ιταλία. Για το 2026, το πραγματικό ΑΕΠ στο σύνολο της Ευρωζώνης αναμένεται να επιβραδυνθεί στο 1,2% ετησίως από 1,4% το 2025. Δευτερογενείς προκλήσεις για την Ευρωζώνη είναι η επιβράδυνση της ανάπτυξης για τους κύριους εμπορικούς εταίρους της το επόμενο έτος, και κυρίως τις ΗΠΑ.

Πρόδρομοι Δείκτες Βιομηχανίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

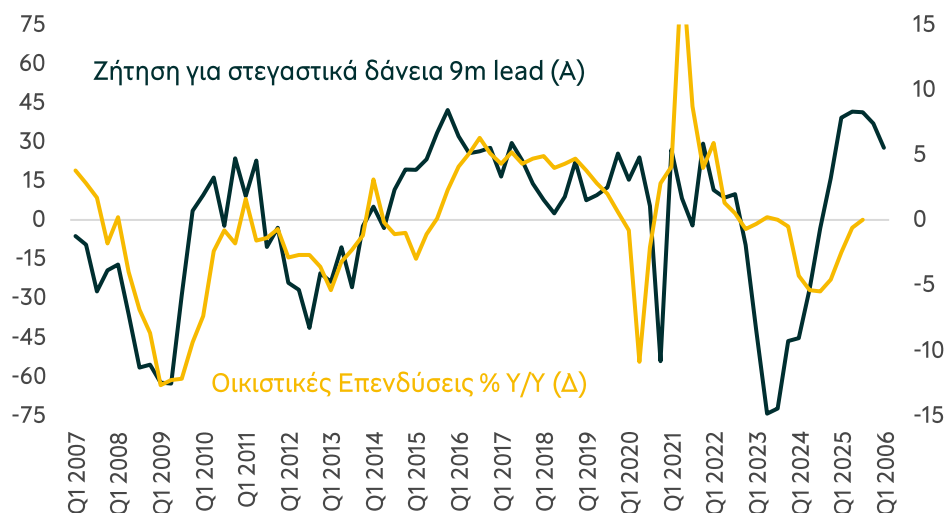
Το γ' τρίμηνο του έτους, η οικονομία της Ευρωζώνης συνέχισε να ανακάμπτει με βραδύτερο ρυθμό καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,4% από 1,6% το β' τρίμηνο του έτους και 1,0% το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Σε τριμηνιαία βάση το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 0,3% το γ' τρίμηνο από 0,1% το προηγούμενο. Η δυναμική αυτή προέρχεται κυρίως από την αύξηση της δημόσιας κατανάλωσης κατά 1,7% ετησίως το γ' τρίμηνο από 1,5% το β' τρίμηνο, ενώ ο ακαθάριστος σχηματισμός κεφαλαίου αυξήθηκε κατά 3,3% ετησίως, χαμηλότερα ωστόσο από την αύξηση κατά 6,5% το προηγούμενο τρίμηνο.

Η εκτίμηση για την οικονομική δραστηριότητα σηματοδοτείται από την μεικτή εικόνα στους πρόδρομους και επιμέρους κλάδους της Ευρωζώνης καθώς αναμένεται αποδυνάμωση της βιομηχανίας, της μεταποίησης και της καταναλωτικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, ο PMI μεταποίησης συνεχίζει και παραμένει κάτω του 50 με δεύτερο μήνα μείωσης το Δεκέμβριο στο 49,2 από 49,6 το Νοέμβριο, ενώ και ο σύνθετος δείκτης ανήλθε στο 51,9 το Δεκέμβριο από 52,8 τον προηγούμενο μήνα. Στον κλάδο των υπηρεσιών, ο PMI υπηρεσιών το Δεκέμβριο ανήλθε στο 52,6 από 53,6 το Νοέμβριο.

Στους επιμέρους κλάδους, η βιομηχανική παραγωγή τον Οκτώβριο σημείωσε αύξηση 2,0% ετησίως από 1,2% το Σεπτέμβριο εξαιτίας της αύξησης της παραγωγής στην ενέργεια και τα μη-διάρκη καταναλωτικά αγαθά. Οι λιανικές πωλήσεις τον Οκτώβριο αυξήθηκαν κατά 1,5% ετησίως από το -ιστορικά χαμηλό των τελευταίων 14 μηνών- 1,2% το Σεπτέμβριο. Παράλληλα, η ανοδική τάση στη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια από τα μέσα του 2023, έχει πλέον αντιστραφεί ενισχύοντας τις ανησυχίες για τις επενδύσεις σε κατοικίες τα επόμενα τρίμηνα.

Η ανοδική τάση στη ζήτηση για στεγαστικά δάνεια από τα μέσα του 2023, έχει πλέον αντιστραφεί ενισχύοντας τις ανησυχίες για τις επενδύσεις σε κατοικίες τα επόμενα τρίμηνα

Οικιστικές Επενδύσεις & Στεγαστικά Δάνεια



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας διατηρούνται σε ιδιαίτερα θετικά επίπεδα καθώς το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας παραμένει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στο 6,4% τον Οκτώβριο, ποσοστό αμετάβλητο τους τελευταίους μήνες. **Οι εκτιμήσεις για τα επίπεδα των μισθών το Α' εξάμηνο του 2026 έχουν βελτιωθεί οριακά καθώς οι πρόδρομοι δείκτες σηματοδοτούν οριακές αυξήσεις.**

Οι τιμές το 2026 δεν προκαλούν ανησυχίες, ενώ το επίπεδο του πληθωρισμού πλησιάζει το στόχο της ΕΚΤ καθώς το Νοέμβριο ανήλθε στο 2,1% αμετάβλητο

Δεν εκτιμάται άμεσα περαιτέρω μείωση ή αύξηση του επιτοκίου της ΕΚΤ

από τον προηγούμενο μήνα. Η μεγαλύτερη αύξηση σημειώθηκε στις τιμές των υπηρεσιών και των τροφίμων. Εντούτοις, ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει σχεδόν αμετάβλητος από το Σεπτέμβριο και συγκεκριμένα στο 2,4%. Όπως αναμενόταν η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητο το παρεμβατικό επιτόκιο στο 2,15% τον Δεκέμβριο καθώς εκτιμά ότι ο πληθωρισμός διαμορφώνεται πλησίον του στόχου της και δεν προβλέπεται να αποκλίνει μεσοπρόθεσμα. Δεν εκτιμάται άμεσα περαιτέρω μείωση του επιτοκίου με βάση το τρέχον οικονομικό περιβάλλον στην Ευρωζώνη, όμως αξίζει να τονίσουμε ότι δεν αναμένεται και αύξηση.

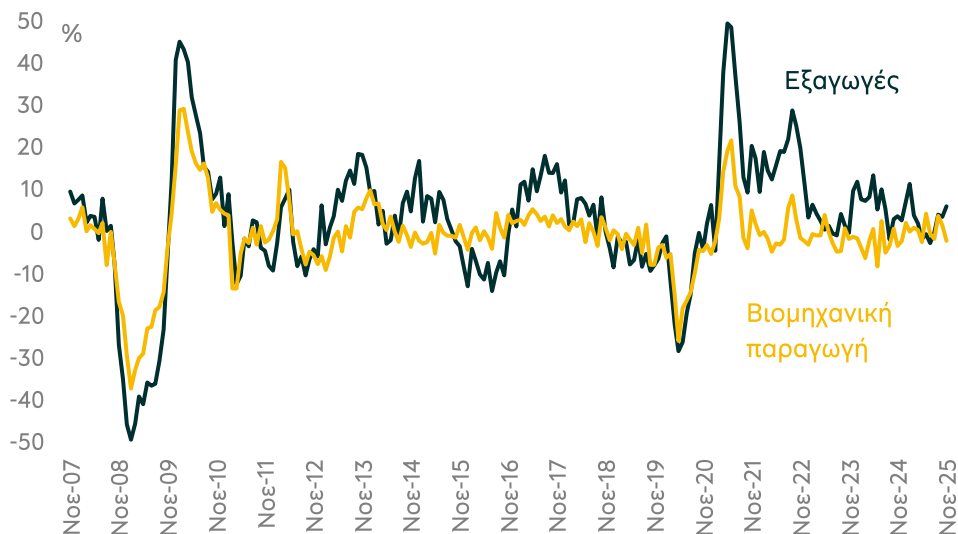
2.3 Ιαπωνία:

Διατήρηση της ήπιας ανάπτυξης και αργή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού

Σημαντική παράμετρος στην αναπτυξιακή δυναμική η διατήρηση των εξαγωγών σε ανοδική τροχιά

Συρρίκνωση της οικονομίας κατά 0,6% σε τριμηνιαία βάση καταγράφηκε το γ' Τρίμηνο του 2025, κυρίως λόγω των μειωμένων επενδύσεων σε κατοικίες και της υποχώρησης των εξαγωγών (με τους αυξημένους δασμούς των ΗΠΑ να αποτελούν τον βασικό παράγοντα). Ωστόσο, η ανακοίνωση διμερούς εμπορικής συμφωνίας με τις ΗΠΑ στις 22/7, με γενικό δασμό 15% για τα ιαπωνικά προϊόντα, αποτελεί ιδιαίτερα θετική εξέλιξη καθώς διασφαλίζει την ανταγωνιστικότητά τους έναντι ομοειδών προϊόντων άλλων χωρών, ιδίως στον τομέα των αυτοκινήτων. Ως αποτέλεσμα, οι εξαγωγές ανέκαμψαν από τον Αύγουστο και μετά (ετήσια % μεταβολή, Νοέμ.: 6,1%, Οκτ.: 3,6%). **Σε ετήσια βάση, ο ρυθμός ανάπτυξης κατά το γ' Τρίμηνο ήταν 0,6%. Δεδομένου ότι στο εννεάμηνο του 2025 διαμορφώθηκε στο 1,4% εκτιμάται ότι συνολικά για το 2025 θα υπερβεί ελαφρά το 1%.**

Εξαγωγές & Βιομηχανική Παραγωγή (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Κατά το 2026 αναμένεται να διατηρηθεί η συγκρατημένη άνοδος των καθαρών εξαγωγών και η ευνοϊκή επίδραση στην ιδιωτική κατανάλωση από τη συνεχιζόμενη αύξηση των μισθών (παρότι σημαντικά μικρότερη σε πραγματικούς όρους λόγω του πληθωρισμού). Παράλληλα, η ικανοποιητική εταιρική κερδοφορία θα εξακολουθήσει να στηρίζει τις επενδύσεις, ιδίως στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας. Τέλος, σημαντική ώθηση στην αναπτυξιακή δυναμική εκτιμάται ότι θα έχει το νέο δημοσιονομικό πακέτο ύψους 21,3 τρις γιεν (\$136 δις περίπου) που εξαγγέλθηκε στα τέλη του 2025 και που εστιάζει στην προώθηση των επενδύσεων (με έμφαση στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης, των ημιαγωγών και τις υποδομές), αλλά και τη στήριξη των οικογενειών.

Από την άλλη, **η Τράπεζα της Ιαπωνίας (ΤτΙ) αναμένεται να συνεχίσει τη σταδιακή αύξηση του βασικού επιτοκίου της** καθιστώντας λιγότερο χαλαρή τη νομισματική πολιτική της με τρόπο, ωστόσο, προσεκτικό ώστε να είναι συγκρατημένη η αύξηση των επιτοκίων αναχρηματοδότησης του πολύ υψηλού δημόσιου χρέους. Εκτιμά ότι κατά το 2026 η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού θα συνεχιστεί με ταχύτερο ρυθμό και θα διαμορφωθεί συνολικά στο 1,8% (χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Νοέμ. 25: 3,0%), ενώ το 2027 στο 2%.

Συνεπώς, κατά το επόμενο διάστημα η ήπια ανάπτυξη αναμένεται να συνεχιστεί. Από τη μια, η επίδραση των θετικών παραγόντων εκτιμάται ότι σταδιακά θα εξασθενεί. Από την άλλη, όμως, θα γίνεται εντονότερη η ώθηση από τη δημοσιονομική στήριξη. Συνεπώς, **για το 2026 ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται στο 1% περίπου με πιθανή την ελαφρά υπέρβασή του.** Για το 2027, δεν αναμένεται ουσιαστική διαφοροποίησή του.

2.4 Κίνα:

Επιτυχής η ανακατεύθυνση των εξαγωγών

Ρυθμό ανάπτυξης 5,2% εμφάνισε κατά τους εννέα πρώτους μήνες του 2025 η οικονομία επιτυγχάνοντας ουσιαστικά τον κυβερνητικό στόχο «περίπου στο 5%» για ολόκληρο το έτος (2024: 5,0%). Σε αυτό συνετέλεσαν σημαντικά η εκεχειρία με τις ΗΠΑ που απέτρεψε την κατάρρευση του διμερούς εμπορίου, η μεγαλύτερη εξαγωγική διείσδυση σε υπάρχουσες ή και νέες αγορές που αντιστάθμισε πλήρως τις απώλειες εξαγωγών στην αγορά των ΗΠΑ, ενώ συνεχίζεται και η θετική επίδραση των μέτρων στήριξης της οικονομίας, περισσότερο νομισματικού χαρακτήρα, που ελήφθησαν κυρίως κατά το β' εξάμηνο του 2024.

Ωστόσο, **κατά το 8^ο τρίμηνο του 2025, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες συνέχισαν να καταδεικνύουν ισχυρή, αλλά πιο συγκρατημένη ανάπτυξη.** Στην εξέλιξη αυτή σημαντικό ρόλο είχε η αναθέρμανση της

Στο 5% περίπου αναμένεται ο ρυθμός ανάπτυξης το 2025

Συγκρατημένη διαφαίνεται η ανάπτυξη κατά το 8^ο Τρίμηνο. Η εσωτερική ζήτηση το κλειδί για την αναπτυξιακή δυναμική

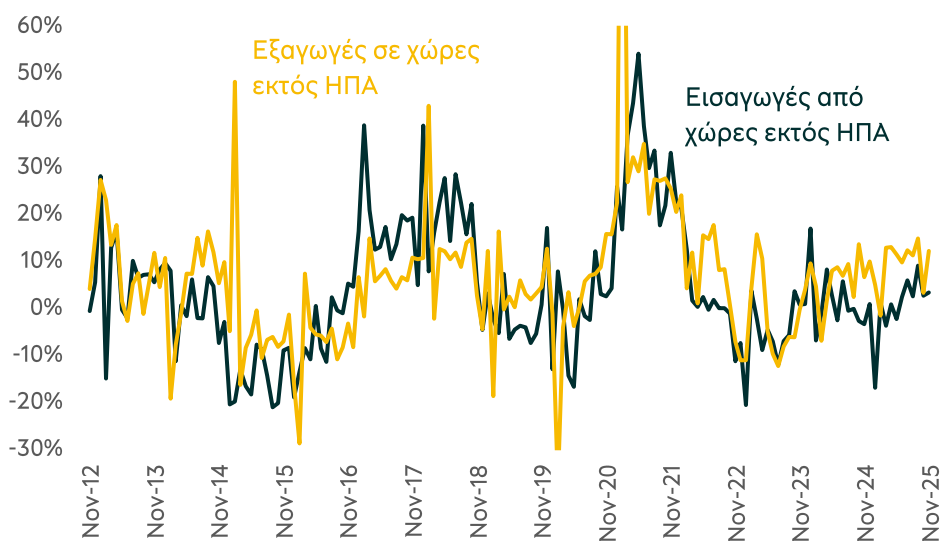
αντιπαράθεσης στον εμπορικό τομέα με τις ΗΠΑ που σημειώθηκε μετά τα μέσα Σεπτεμβρίου και έως τις 30/10 που οι αρχηγοί των δύο κρατών συμφώνησαν σε ετήσια παράταση της εκεχειρίας.

Για το μέλλον, ιδιαίτερα θετική επίδραση αναμένεται να έχουν η μείωση της αβεβαιότητας από την εφαρμογή της συμφωνίας και η διαφαινόμενη προσπάθεια ώστε οι εντάσεις μεταξύ των δύο κρατών, λόγω του γενικότερου γεω-στρατηγικού ανταγωνισμού τους, να παραμείνουν σε ελεγχόμενο πλαίσιο.

Τροχοπέδη, ωστόσο, στην επίτευξη μεσοπρόθεσμα μίας ισχυρής αναπτυξιακής δυναμικής συνιστά η συγκρατημένη εσωτερική ζήτηση.

Ενδείξεις αυτής αποτελούν η αποκλιμάκωση κατά το τελευταίο διάστημα του ρυθμού αύξησης των λιανικών πωλήσεων (σε ετήσια βάση, Νοέμ.: 1,3%, Οκτ.: 2,9%) και ο πολύ χαμηλός πληθωρισμός (Νοέμ.: 0,7%, Οκτ.: 0,2%). Από την άλλη, όμως, ο ρυθμός αύξησης της βιομηχανικής παραγωγής παραμένει αρκετά υψηλότερος αυτού των λιανικών πωλήσεων (σε ετήσια βάση, Νοέμ.: 4,8%, Οκτ.: 4,9%) καταδεικνύοντας τη μεγάλη βαρύτητα των εξαγωγών στο αναπτυξιακό μοντέλο της χώρας. Συνεπώς, **η διατήρηση της επιτυχούς ανακατεύθυνσης των εξαγωγών στις ΗΠΑ σε άλλες αγορές καθίσταται κομβικός παράγοντας στην επίτευξη του στόχου. Διαφορετικά, η αυξημένη βιομηχανική παραγωγή θα πρέπει να απορροφηθεί από την εσωτερική αγορά, κάτι που δεν φαίνεται εφικτό, τουλάχιστον προς το παρόν.**

Εμπορευματικές συναλλαγές με χώρες πλην ΗΠΑ (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Παράλληλα, το ήδη υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα (εκτίμηση ΔΝΤ για το 2025: -8,6%, 2026: -8,5%) και οι προγενέστερες μειώσεις των δανειακών επιτοκίων υποδηλώνουν πολύ περιορισμένα περιθώρια για μεγάλη χαλάρωση της νομισματικής και ιδίως της δημοσιονομικής πολιτικής. Επιπλέον, τα προβλήματα στον τομέα των ακινήτων λειτουργούν περιοριστικά στη ζήτηση νέων δανείων από ιδιώτες.

Συμπερασματικά, ένας ρυθμός ανάπτυξης φέτος γύρω στο 5%, όσο και ο κυβερνητικός στόχος, φαίνεται ιδιαίτερα πιθανό να επιτευχθεί. **Για το 2026 αναμένεται ελαφρά επιβράδυνσή του και να διαμορφωθεί λίγο υψηλότερα του 4%** υπό την προϋπόθεση ότι θα διατηρηθεί το κλίμα χωρίς μεγάλες εντάσεις με τις ΗΠΑ. Διαφορετικά είναι πολύ πιθανό να συγκρατηθεί ακόμη περισσότερο.

2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

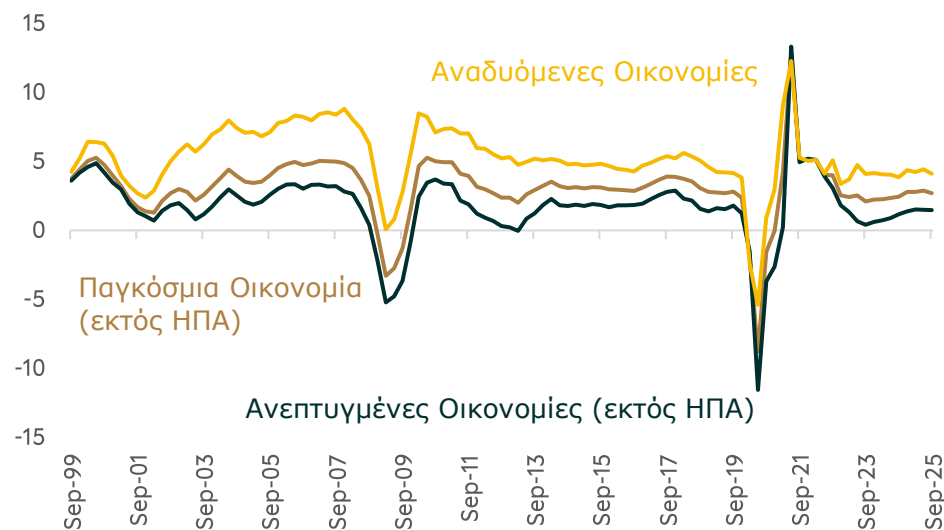
Ανθεκτικότητα & Αναπροσανατολισμός

Για το 2026, το πραγματικό ΑΕΠ στο σύνολο των αναδυόμενων οικονομιών αναμένεται να αυξηθεί με την ίδια ένταση σε σχέση με το 2025 στο 4,2% ετησίως

Διαφαίνεται προσπάθεια επικέντρωσης στις εγχώριες προτεραιότητες, με παράλληλη ενίσχυση των διασυνοριακών σχέσεων για την αντιμετώπιση των δασμών

Στις αναδυόμενες οικονομίες κατά το εννεάμηνο του έτους η οικονομική δραστηριότητα παρέμεινε ανθεκτικότερη παρά την αβεβαιότητα εξαιτίας των διεθνών εμπορικών σχέσεων. Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το γ' τρίμηνο οφείλεται κυρίως στην εγχώρια κατανάλωση και αλλά και στις ισχυρές εξαγωγές, οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις ανήκουν στον τεχνολογικό κλάδο. **Το 2026, η ανάπτυξη των αναδυόμενων οικονομιών αναμένεται να παραμείνει σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με τις ανεπτυγμένες οικονομίες, καθώς η γρήγορη αντίδραση για ανακατεύθυνση του εμπορίου σε εταιρους χωρίς δασμούς, τα μειωμένα επίπεδα των εγχώριων τιμών, το ασθενές δολάριο όπως και η περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ δρουν θετικά στο πραγματικό ΑΕΠ.** Για το 2026, το πραγματικό ΑΕΠ στο σύνολο των αναδυόμενων οικονομιών αναμένεται να αυξηθεί με την ίδια ένταση σε σχέση με το 2025 στο 4,2% ετησίως, καθώς διαφαίνεται μία προσπάθεια οι χώρες να επικεντρωθούν στις τοπικές προτεραιότητές τους, αλλά και στην ενίσχυση των διασυνοριακών σχέσεων καθώς αντιμετωπίζουν τους δασμούς,

Πραγματικό ΑΕΠ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

τις εντάσεις ΗΠΑ-Κίνας και άλλες γεωπολιτικές πιέσεις. Οι εκλογές σε αρκετές αναδυόμενες αγορές δημιουργούν πιθανότητες για αλλαγές πολιτικής.

Τα επίπεδα των τιμών έχουν περιοριστεί σημαντικά καθώς ο πληθωρισμός το 2025 αναμένεται στο 3,0% από 6,8% το 2024, ενώ για το 2026 εκτιμάται στο 2,7%, με τον κίνδυνο των πληθωριστικών πιέσεων να έχει πλέον απομακρυνθεί σημαντικά. Η περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής από τη FED ενδέχεται να ωθήσει τις κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών να συνεχίσουν τον κύκλο μείωσης των επιτοκίων, γεγονός που θα βοηθήσει περαιτέρω την εγχώρια ζήτηση. Οι χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου ενισχύουν τη ζήτηση των νοικοκυριών και της βιομηχανίες στις αναδυόμενες, καθώς το πετρέλαιο κατέχει μεγαλύτερο βάρος στην κατανάλωση. Για το 2026, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να παραμείνει σταθερή με το πραγματικό ΑΕΠ στο 4,0% ετησίως από αναμενόμενο 4,1% το 2025 με βασικό μοχλό στήριξης την εγχώρια ζήτηση αλλά και τις επενδύσεις που έχουν γίνει τα προηγούμενα έτη.

3.1 ΗΠΑ :

Διατηρείται η δυνατή η θεματική της Τεχνητής Νοημοσύνης

Νέα ιστορικά υψηλά για S&P 500 και Nasdaq

Οι υψηλές αποτιμήσεις μας καθιστούν επιφυλακτικούς βραχυπρόθεσμα

Με θετικές αποδόσεις έκλεισαν το 3^ο τρίμηνο του έτους οι μετοχικοί δείκτες συνεχίζοντας την ανοδική τάση έπειτα από το "liberation day", με το τελευταίο τρίμηνο να εμφανίζεται λιγότερο ισχυρό από άποψη κερδών. Συγκεκριμένα, ο S&P 500 σημείωσε κέρδη της τάξης του 3,9% (συνολική απόδοση), με την συνολική απόδοση για το έτος να ανέρχεται σε 19,3%. Με το ίδιο πρόσημο έκλεισαν την περίοδο οι δείκτες τεχνολογίας (Nasdaq και Nasdaq 100) αλλά και οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες (Magnificent 7), οι συνολικές αποδόσεις των οποίων ανήλθαν στο μέτρο του 4,2% και 4,0% για τους Nasdaq και Nasdaq 100 και 6,1% για τις Magnificent 7. Για το έτος, ο Nasdaq απέδωσε 23% και ο Nasdaq 100 22,9%. Παρόμοια εικόνα έδειξαν και οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες καταγράφοντας ετήσια απόδοση 26,9%. Με καλύτερες αποδόσεις από τον S&P 500 έκλεισε και ο δείκτης με τις εταιρίες μικρότερης κεφαλαιοποίησης (Russell Small Cap) καταγράφοντας απόδοση 4,3% ενώ ο ισοβαρής δείκτης S&P 500 (Equal weight) ολοκλήρωσε το τρίμηνο με κέρδη της τάξης του 2,6%. Στην ετήσια εικόνα, οι εταιρίες μικρότερης κεφαλαιοποίησης πραγματοποίησαν αποδόσεις της τάξης 15,1% και ο ισοβαρής δείκτης 12,7%. Σε κλαδικό επίπεδο, ο κλάδος της Υγείας (12,5%) σημείωσε τις υψηλότερες αποδόσεις για το τρίμηνο, με τις Τράπεζες (11,0%) και τις Υπηρεσίες Επικοινωνίας (7,5%) να ακολουθούν. Σε αντίθετη κατεύθυνση, ο κλάδος των Ακινήτων και της Κοινής Ωφέλειας σημείωσαν απώλειες 2,4% και 1,2% αντίστοιχα. Αναφορικά με το έτος οι Τράπεζες και οι Υπηρεσίες Επικοινωνίας πρωταγωνίστησαν με κέρδη 35,8% και 33,8% αντίστοιχα. Τρίτος σε αποδόσεις ήταν ο κλάδος της Τεχνολογίας με άνοδο 26% και ο Βιομηχανικός κλάδος με άνοδο 20,9%.

Η Fed (μείωση επιτοκίων), οι επαναγορές ιδίων μετοχών (buyback), οι φοροαπαλλαγές και το αφήγημα της τεχνητής νοημοσύνης (AI) συντηρούν την αισιοδοξία των αγορών

Η κατάσταση της οικονομίας των ΗΠΑ εκτιμάται ότι θα παραμείνει ανθεκτική για το 2026 με την ανάπτυξη να αναμένεται ανοδικά αναθεωρημένη για το 1^ο τρίμηνο του έτους, τόσο από την πλειοψηφία των αναλυτών όσο κι από την Fed. Παράλληλα η συμφωνηθείσα εμπορική συμφωνία για δασμολογική εκχειρία με την Κίνα περιορίζει σε σημαντικό βαθμό την αβεβαιότητα για την αύξηση του κόστους παραγωγής και την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών. Την ίδια στιγμή όμως, οι δείκτες της μεταποίησης παραμένουν αδύναμοι και ο πληθωρισμός σε υψηλά επίπεδα ενώ η αποκλιμάκωσή του εκτιμάται ότι θα καθυστερήσει. Παράλληλα, η αποδυνάμωση της αγοράς εργασίας (αύξηση του ποσοστού ανεργίας, μείωση των μισθών) ωθούν την FED σε πολιτική μείωσης των επιτοκίων καθώς και σε αγορά βραχυπρόθεσμων κρατικών τίτλων. Σε αυτή την κατεύθυνση, οι παρεμβάσεις της κυβέρνησης στην νομισματική πολιτική, όχι μόνο δεν εκλαμβάνεται από την αγορά ως απειλή για την ανεξαρτησία της κεντρικής τράπεζας αλλά προεξοφλείται ως θετικό σενάριο, που σε συνδυασμό με τις

φοροαπαλλαγές, την αναδιανομή των εσόδων από τους δασμούς και την απορρύθμιση (deregulation) συμβάλουν στην ενίσχυση της οικονομίας αφήνοντας το δημοσιονομικό έλλειμμα σχεδόν αμετάβλητο, αποτελώντας θετικό καταλύτη για τις προσδοκίες της κερδοφορίας.

Οι εκτιμήσεις κερδοφορίας για το 2026 παραμένουν ισχυρές

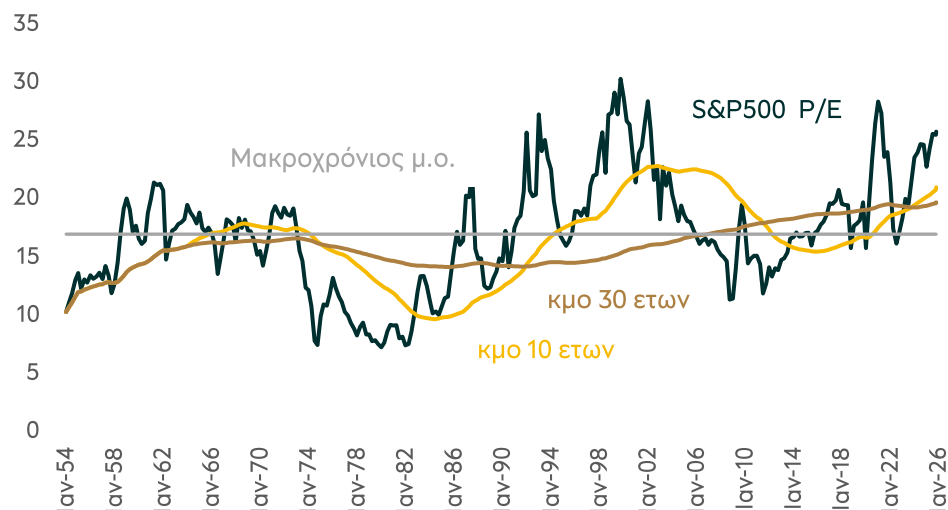
Η θεματική της Τεχνητής Νοημοσύνης (AI) εξακολουθεί να τροφοδοτεί την μετοχική αγορά, καθώς οι προσδοκίες για την κερδοφορία των εταιρειών παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Ωστόσο πολλοί από τους αναλυτές, αναμεσά τους και εμείς, διατηρούν σημαντικές αμφιβολίες για τις αποτιμήσεις και τη μακροχρόνια θετική επίδρασή της στην αμερικανική παραγωγικότητα και κερδοφορία των επιχειρήσεων.

Αναλυτικότερα, όπως φαίνεται και στο παρακάτω διάγραμμα, ο S&P 500 για το 2026, διαπραγματεύεται σε επίπεδα υψηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου με trailing P/E 25,4x (est. P/E 21,7x) και τις εκτιμήσεις για κερδοφορία στο +17%. Οι αποτιμήσεις (P/E) για τους τεχνολογικούς δείκτες εκτιμώνται στο 26,7x για τον Nasdaq και 25,4x για τον Nasdaq 100. Η εκτιμώμενη κερδοφορία που προσφέρουν οι εν λόγω δείκτες ανέρχεται στο 25,1% και 23,5% αντίστοιχα. Τέλος, ο λόγος τιμής προς κέρδη ανά μετοχή ανέρχεται στο 15,3x για τις εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης (Small Cap) και οι κερδοφορία εκτιμάται στο 45,1%.

Αποτιμήσεις, Ανάπτυξη και Πληθωρισμός τα βασικά αίτια της αβεβαιότητας

Παρά την ανησυχία για τις προοπτικές στον τομέα της τεχνητής νοημοσύνης και την πιθανότητα φούσκας, ο **“φόβος της απαρχαίωσης” (Fear of Becoming Obsolete – FOBO)** οδηγεί σε επιταχυμένες δαπάνες τόσο από εταιρείες όσο και από κυβερνήσεις, προετοιμάζοντας το έδαφος για μια ακόμη σημαντική φάση ανάπτυξης μέσα στο επόμενο έτος. Την ίδια ώρα, η ενσωμάτωσή του στην παραγωγική διαδικασία δεν έχει επηρεάσει την συνολική παραγωγικότητα παρά μόνο έχει εμφανίσει σημάδια ανόδου σε μερικούς από τους κλάδους, καθιστώντας το 2026 μια κρίσιμη χρονιά για τις μετοχές

S&P 500 Trailing P/E



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

τεχνητής νοημοσύνης (ΑΙ). Στην εξομάλυνση της ενδεχόμενης φούσκας συμβάλει το γεγονός ότι ο κύκλος μειώσεων των επιτοκίων είναι ικανός να μεταφέρει την συγκέντρωση των επενδυτών από τις μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες σε εταιρίες μικρότερης κεφαλαιοποίησης. Η υποαπόδοση του τεχνολογικού κλάδου του δ' τριμήνου, **οι υψηλές αλλά όχι υπερβολικές, ακόμα, αποτιμήσεις, όπως και η δυναμική του κύκλου των επενδύσεων σε ΑΙ, δεν συνηγορούν, στην παρούσα φάση, στο σενάριο της κορυφής μίας φούσκας όπως το 2000**, αλλά θυμίζουν ένα οικονομικό περιβάλλον παρόμοιο με αυτό 1998. Τότε, ύστερα από την Ρωσική κρίση, η αγορά, αφού βρέθηκε υπερπουλημένη, (όπως και τώρα στον απόηχο του liberation day), παρότι ακριβή, συνέχισε την ανοδική της πορεία.

Η αύξηση του όγκου των επενδύσεων στον τεχνολογικό τομέα, υπό τον περιορισμό της αβεβαιότητας στην κερδοφορία **προοιωνίζει έντονη μεταβλητότητα** και δυνητικές πιέσεις μεγαλύτερες από τις συνηθισμένες. Στο πλαίσιο αυτό και με βάση όσα προαναφέρθηκαν **διατηρούμε την ουδέτερη στάση για την μετοχική αγορά των ΗΠΑ**. Πιο αναλυτικά, αναφορικά με τους δείκτες, **ενισχύουμε την θέση μας στις εταιρίες χαμηλής κεφαλαιοποίησης (Small Cap)** καθώς αναμένουμε να ωφεληθούν από τον ενδεχόμενο κύκλο μειώσεων των επιτοκίων και από την διεύρυνση της ανάκαμψης (rolling recovery).

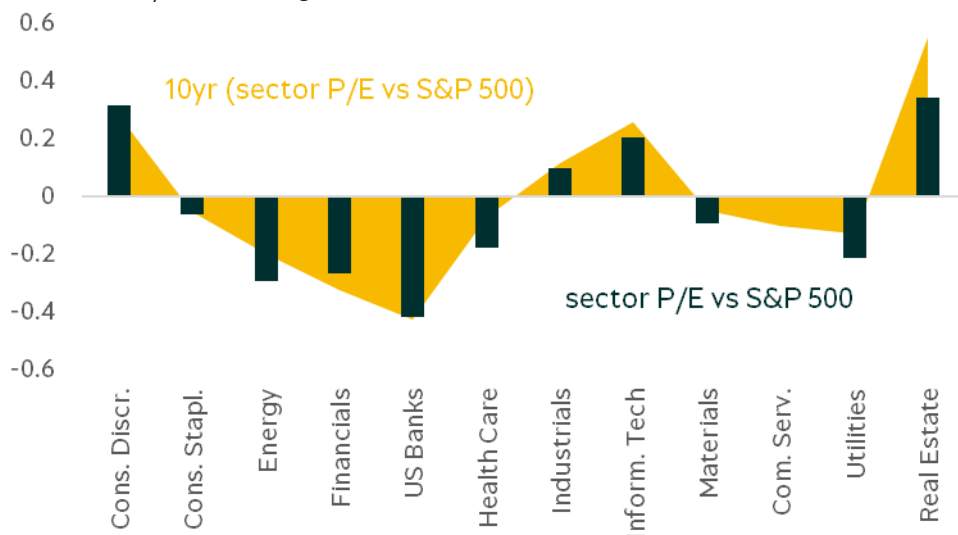
Ο συνδυασμός αμυντικών και κυκλικών κλάδων προσφέρει την καλύτερη άμυνα σε περιόδους αβεβαιότητας

Σε κλαδικό επίπεδο, θεωρούμε πως οι κλάδοι ανάπτυξης και οι κυκλικοί θα είναι αυτοί που θα αποδώσουν στο σενάριο των διαδοχικών μειώσεων των επιτοκίων και των σταθερών οικονομικών μεγεθών. Πιο συγκεκριμένα, ο κλάδος των **Υπηρεσιών Επικοινωνίας** συνδυάζει προοπτικές ανάπτυξης με δυνατά θεμελιώδη στοιχεία όπως το P/CF και EV to EBITDA. Ακόμα, διατηρούμε τις επιφυλάξεις μας παραμένοντας ουδέτεροι στις εταιρίες τεχνολογίας καθώς προβληματίζει η αναλογία μεταξύ επενδυόμενων κεφαλαίων στην έρευνα και την απόδοση αυτών. Από τους **κυκλικούς κλάδους** προτιμούμε τις **Τράπεζες** καθώς παρουσιάζουν σημαντικό περιθώριο ανόδου ενώ η δυνητική συνέχιση των μειώσεων των επιτοκίων αφενός απελευθερώνει διαθέσιμα κεφάλαια για επανεπένδυση και αφετέρου ωφελούνται τόσο από τη μεγέθυνση του εύρους των επιτοκίων καταθέσεων – δανείων, όσο και από την γενικότερη απορρόθμιση του κλάδου. Επιπρόσθετα, ο κλάδος παρουσιάζει το χαμηλότερο PEG Ratio και P/BK και ικανοποιητικές μερισματικές αποδόσεις εντείνοντας την επενδυτική του ισχύ. Ταυτόχρονα, διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο της **Κοινής Ωφέλειας** καθώς προβλέπεται να αποδώσει περαιτέρω τόσο από την ανάπτυξη της οικονομίας καθώς είναι άμεσα συσχετιζόμενος με το ΑΙ σκηνικό (data centers) όσο και από την αύξηση της εγχώριας μεταποίησης. Ακόμα, συνδυάζει υψηλή μερισματική απόδοση με χαμηλές αποτιμήσεις P/BK, EV to EBITDA και P/CF. Παράλληλα οι αμυντικοί κλάδοι παρέχουν προστασία στην περίπτωση δυνητικής διόρθωσης σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο (χαμηλότερο beta) από την αύξηση των διακυμάνσεων αλλά και σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο λειτουργούν ως παράγοντες

Κυκλικοί κλάδοι λογικά αποτιμημένοι προφυλάσσουν στην περίπτωση επιβράδυνσης και όχι ύφεσης

αντιστάθμισης στο σενάριο μιας επιβράδυνσης της οικονομίας. Για αυτό τον λόγο, προτιμούμε τον **κλάδο της Υγείας** καθώς έχει υποαποδόσει σημαντικά έναντι του S&P 500 και διαπραγματεύεται με χαμηλό P/E και δυνατά θεμελιώδη. Επιπλέον, η ανελαστικότητα της ζήτησης θωρακίζει σε περιόδους επιβράδυνσης. Οι κλάδοι των Τραπεζών, της Κοινής Ωφέλειας και της Υγείας παρουσιάζουν χαμηλότερο P/E σε σχέση με τον S&P 500 (χαμηλά δεκαετίας)

Κλαδικά P/E vs. S&P 500



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

σύμφωνα με το παραπάνω διάγραμμα. Την παρούσα περίοδο, δεν προτείνουμε τον κλάδο της **Ενέργειας** λόγω της αβεβαιότητας για την πορεία του πετρελαίου και της χαμηλής εκτιμής κερδοφορίας για το 2026. Επιπλέον, παρά τις γεωπολιτικές αναταραχές και την μεταβλητότητα στην τιμή του πετρελαίου ο κλάδος έχει υστερήσει σε απόδοση. Τέλος, παύουμε να προτείνουμε και τους **Dividend Aristocrats** καθώς η μερισματική απόδοση, που υπόσχεται μια ασφάλεια σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας, εξασφαλίζεται από τους κλάδους της Κοινής Ωφέλειας και των Τραπεζών.

Η κερδοφορία των εταιριών εξαρτάται από την πορεία των μακροοικονομικών στοιχείων της ΕΖ, την ενίσχυση των οικονομιών της Γερμανίας και Γαλλίας και την ισχυροποίηση του ευρώ έναντι του δολαρίου

3.2 Ευρωζώνη :

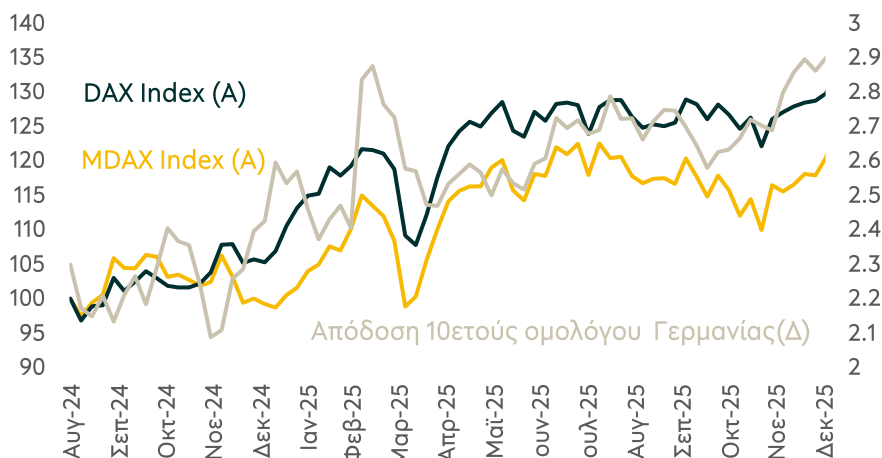
Υπεραισιόδοξες Εκτιμήσεις Κερδοφορίας

Το δ' τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx κινήθηκε ανοδικά (+5,3%) υπεραποδίδοντας του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World (+3,4%). Οι προσδοκίες για την ενίσχυση της οικονομίας της Γερμανίας, από τη δημοσιονομική μεταρρύθμιση σε επενδύσεις στον τομέα της άμυνας και των υποδομών και την έγκριση του πακέτου φορολογικών ελαφρύνσεων για επιχειρήσεις μετατίθενται για τα έτη 2026 και 2027, ενώ παράλληλα η

αβεβαιότητα της υλοποίησης εκτιμάται ως ιδιαίτερα υψηλή.

Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του Euro Stoxx (EPS) είναι αρκετά αισιόδοξες για το 2026 (15%) έναντι της εκτίμησης οριακών κερδών για το 2025. Η ανάκαμψη των μακροοικονομικών στοιχείων συνεχίζεται αλλά με αργούς ρυθμούς και το ενισχυμένο ευρώ επιβαρύνει τα κέρδη των εταιριών. Εντωμεταξύ το πακέτο της Γερμανίας για τις

Απόδοση DAX Index vs. MDAX Index & 10ετούς ομολόγου Γερμανίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

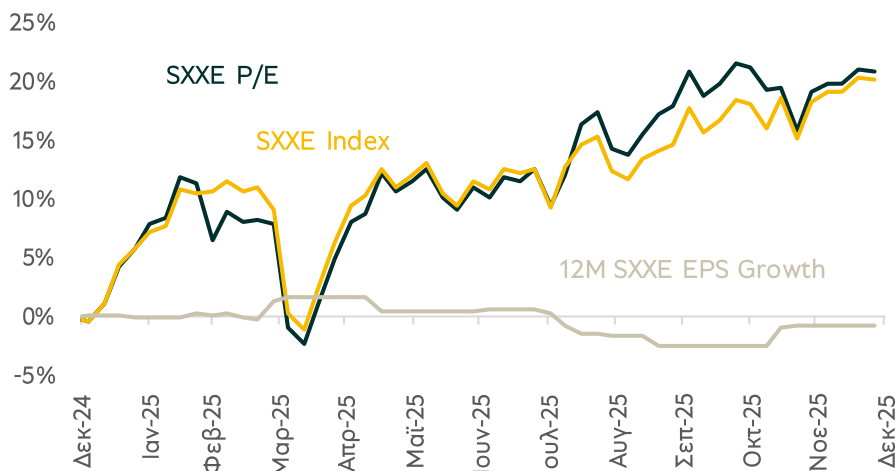
επιχειρήσεις δεν έχει διαχυθεί ακόμα στην οικονομία με αποτέλεσμα οι εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης (MDAX Index) να υστερούν του γερμανικού δείκτη DAX, ενώ παράλληλα το κόστος δανεισμού έχει αυξηθεί.

Σε όρους αποτιμήσεων (P/E), η αγορά της ΕΖ παρά την ανοδική της κίνηση από την αρχή του έτους εξακολουθεί να εμφανίζεται πιο φθηνή από την αμερικανική αγορά, καθώς συνεχίζεται η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της οικονομίας της ΕΖ. Το P/E της ΕΖ ακολουθεί γενικά το P/E του αμερικανικού δείκτη S&P 500 καθώς εμφανίζει υψηλή συσχέτιση, ωστόσο για να το προσεγγίσει απαιτείται βελτίωση των οικονομικών συνθηκών στην ΕΖ. Ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος M1 εξακολουθεί να κινείται ανοδικά, ωστόσο απαιτείται η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας των μεγαλύτερων οικονομιών της ΕΖ (Γερμανίας και Γαλλίας). **Η δημοσιονομική χαλάρωση και το πακέτο των φορολογικών ελαφρύνσεων για τις επιχειρήσεις στη Γερμανία θα έχει θετική επίπτωση στην κερδοφορία των εταιριών** η οποία όμως θα εμφανιστεί από το 2026 και μετά. Η Γαλλία επίσης μπορεί να ωφεληθεί από τις επενδύσεις στον τομέα της άμυνας. Ο ενδεχόμενος τερματισμός του πολέμου στην Ουκρανία αναμένεται ότι θα ενισχύσει την οικονομία. Από την άλλη πλευρά, το ισχυρό ευρώ αναμένεται να πλήξει την κερδοφορία των ευρωπαϊκών μετοχών.

Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα στην επόμενη σελίδα, η άνοδος της τιμής του δείκτη της ΕΖ EURO STOXX το 2025, οφείλεται στην άνοδο του λόγου P/E καθώς η ανάπτυξη των κερδών σε ετήσια βάση ανά μετοχή (EPS) παρέμεινε σε επίπεδα κοντά στο μηδέν. Τα χαμηλά επίπεδα της

ανάπτυξης των EPS στην ΕΖ σε συνδυασμό με την αβεβαιότητα ενίσχυσης της οικονομίας της Γερμανίας μας ωθούν να **διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ΕΖ.**

Stoxx P/E & SXXE Price vs. SXXE EPS Growth



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Συνδυασμός αμυντικών και κυκλικών κλάδων με λογικές αποτιμήσεις

Με την αβεβαιότητα για την δυναμική της ανάπτυξης στην Ευρωζώνη να παραμένει, διατηρούμε 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 δ' τρίμηνο του 2025 ήταν οι Τράπεζες, η Υγεία και η Κοινή Ωφέλεια, ενώ απώλειες κατέγραψε ο κλάδος των Υπηρεσιών Επικοινωνίας.

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τους κλάδους των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, των Τραπεζών, της Κοινής Ωφελείας και των Ακινήτων.

Ο κλάδος των Υπηρεσιών Επικοινωνίας εμφανίζει δυνατά θεμελιώδη στοιχεία. Παρά την αδυναμία που παρουσίασε και στο τελευταίο τρίμηνο, είχε θετική απόδοση για το 2025. Οι συνεχιζόμενες επενδύσεις για τον εκσυγχρονισμό των δικτύων και την κάλυψη της αυξανόμενης ζήτησης για ψηφιακές υπηρεσίες θα οδηγήσουν στην περαιτέρω ανάπτυξη του κλάδου, με τους αναλυτές να αναμένουν σημαντική άνοδο των EPS για το 2025 (24%) και για το 2026 (21%). Οι αποτιμήσεις του κλάδου παραμένουν σε λογικά επίπεδα (P/E 14,5x) και παρουσιάζει και σχετικά υψηλή μερισματική απόδοση (4%). **Ο κλάδος των Τραπεζών** συνέχισε την ανοδική του πορεία και το δ' τρίμηνο, παραμένοντας φθηνός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 9,5x) με υψηλή μερισματική απόδοση (5,5%). **Ο κλάδος της Κοινής Ωφελείας** είναι αμυντικός. Παρά την άνοδο που σημείωσε στο δ' τρίμηνο, ο κλάδος διατηρεί ελκυστική αποτίμηση με P/E 14,7x και υψηλή μερισματική απόδοση (4,7%). **Ο κλάδος των Ακινήτων**, σημείωσε μικρή άνοδο το δ' τρίμηνο και ακολουθεί

την πορεία της γερμανικής 10ετίας. Ο κλάδος έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 11,7x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,7%).

Μεταβάλλουμε σε θετική την άποψή μας για τον κλάδο της Τεχνολογίας ο οποίος σημείωσε άνοδο το δ' τρίμηνο, καθώς εμφανίζει δυνατά θεμελιώδη στοιχεία. Ο κλάδος της Τεχνολογίας στην ΕΖ έχει περιθώρια ανόδου καθώς η **ζήτηση για ψηφιακές λύσεις, cloud, AI και cybersecurity είναι αυξανόμενη σύμφωνα με τους κανονισμούς της ΕΕ για προστασία δεδομένων και ψηφιακή μετάβαση.**

Η οριακή ανάπτυξη σε συνδυασμό με τις επιπτώσεις των δασμών και την περιοριστική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας θα επηρεάσουν τα κέρδη των εταιριών

Η παραμονή του δολαρίου σε χαμηλά επίπεδα σε συνδυασμό με τις διαφαινόμενες καθοδικές τάσεις των επιτοκίων στις ΗΠΑ θα επηρεάσουν θετικά τις μετοχικές αγορές στις ΑΑ

3.3 Ιαπωνία, Αναδυόμενες Αγορές | Κίνα:

Θετική για τις Αναδυόμενες μια πιθανή πτώση του δολαρίου

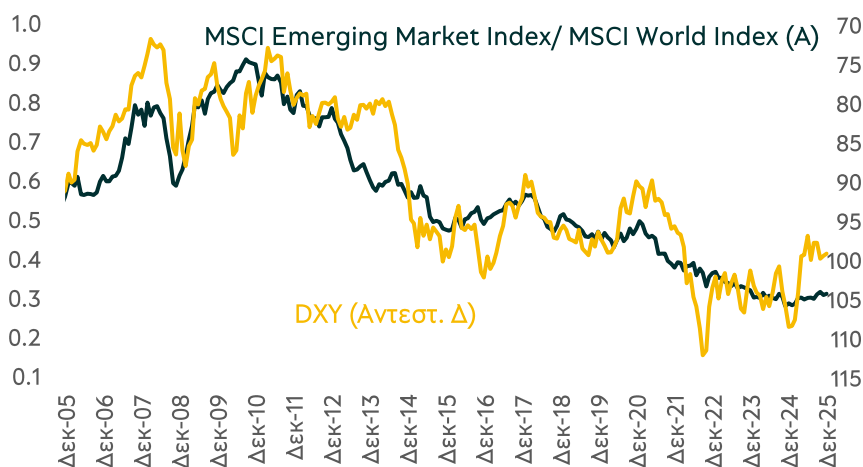
Η ιαπωνική μετοχική αγορά σημείωσε σημαντική άνοδο το δ' τρίμηνο του έτους (+8,8%) και υπεραπέδωσε του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World (+3,4%). Τα μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας βελτιώνονται οριακά, ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις συνέχισαν να αποκλιμακώνονται και το δ' τρίμηνο. Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας αύξησε το βασικό επιτόκιο και επεσήμανε ότι τα εταιρικά κέρδη αναμένεται να παραμείνουν ισχυρά παρά τις επιπτώσεις των δασμολογικών πολιτικών.

Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τις εταιρίες του ιαπωνικού δείκτη TOPIX έχει υποχωρήσει σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο για το 2026, εν μέσω της επίδρασης των δασμών και των αυξανόμενων επιτοκίων. Σε όρους αποτίμησης (P/E 15,6x) η μετοχική αγορά είναι φθηνότερη από την αμερικανική αλλά ακριβότερη από την ευρωπαϊκή αγορά. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία.**

Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές.

Το δ' τρίμηνο ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (ΑΑ) σε δολάριο σημείωσε θετική απόδοση (+4,7%) υπεραποδίδοντας του μετοχικού δείκτη MSCI World (3,4%). Η ανάπτυξη των ΑΑ παραμένει σαφώς υψηλότερη των ανεπτυγμένων αγορών, με τον ρυθμό ανάπτυξης του ΑΕΠ να αναμένεται να παραμείνει σε σταθερά επίπεδα το 2026. Ο πληθωρισμός βαίνει μειούμενος και οι Κεντρικές Τράπεζες κρατούν στάση αναμονής ή προχωρούν σε μειώσεις επιτοκίων. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών (17%) παραμένει υψηλότερη από της ΕΖ (15%) και σε όρους αποτίμησης βρίσκεται σε ελαφρώς χαμηλότερο επίπεδο από αυτό της ΕΖ. Συνολικά, **η διατήρηση της παγκόσμιας ανάπτυξης σε ικανοποιητικά επίπεδα, η πτώση του δολαρίου και οι αναμενόμενες μειώσεις των επιτοκίων στις ΗΠΑ επιδρούν θετικά στις αποδόσεις των ΑΑ μετοχικών αγορών.**

Δείκτης Αναδυόμενων / Ανεπτυγμένων Αγορών & Δείκτης Δολαρίου



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν, ωστόσο η ικανοποιητική ανάπτυξη, οι τρέχουσες χαμηλές αποτιμήσεις και οι προοπτικές ανόδου του τεχνολογικού κλάδου μπορούν να στηρίξουν τις μετοχικές αγορές

Στην Κίνα ο μετοχικός δείκτης σημείωσε σημαντική πτώση (MSCI China USD -7,4%) υποαποδίδοντας όλων των βασικών μετοχικών αγορών καθώς τα μακροοικονομικά στοιχεία του τελευταίου τριμήνου έδειξαν επιβράδυνση. Πολλές αβεβαιότητες παραμένουν όπως αυτή της αγοράς ακίνητων και η ήπια πιστωτική δυναμική. Το ΑΕΠ του γ' τριμήνου υποχώρησε στο 4,8% (από 5,2%), ωστόσο **ο ικανοποιητικός ρυθμός ανόδου σε συνδυασμό με τις χαμηλές αποτιμήσεις, καθώς και η θετική εκτίμηση και οι προοπτικές του κλάδου της τεχνολογίας και της έκθεσης των τεχνολογικών εταιριών στην τεχνητή νοημοσύνη μπορούν να στηρίξουν την κινεζική μετοχική αγορά.**

Ομόλογα

04

4.1 ΗΠΑ | Κρατικά:

Αντίρροπες δυνάμεις, αγορά εργασίας-term premium κρατούν την αγορά εντός εύρους

Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα, καθώς τα οφέλη από τις αναμενόμενες μειώσεις επιτοκίων αντισταθμίζονται από την εύθραυστη δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ

Οι τιμές των αμερικανικών κρατικών ομολόγων παρέμειναν σε εύρος διακύμανσης το 3^ο τρίμηνο, διατηρώντας ωστόσο τα υψηλά κέρδη τους από την αρχή του έτους. Ο δείκτης μεταβλητότητας MOVE βρίσκεται σε χαμηλά από το 2021, πριν την έναρξη του ανοδικού κύκλου των επιτοκίων. Η απόδοση του 10ετούς ομολόγου υποχώρησε στα μέσα Οκτωβρίου προσωρινά κάτω από το 4% (3,93%) λόγω προσδοκιών για επιθετικές μειώσεις επιτοκίων από τη Fed (εξαιτίας ανησυχιών για την αγορά εργασίας). Στη συνέχεια ωστόσο, όταν ο προβληματισμός μετριάστηκε και άλλα μακροοικονομικά μεγέθη (ΑΕΠ, λιανικές πωλήσεις κ.α.) παρέμειναν ανθεκτικά, η απόδοση του 10ετούς ομολόγου επέστρεψε στο εύρος διακύμανσης των τελευταίων μηνών.

Μια σειρά παραγόντων συνηγορούν στο ότι η απόδοση του αμερικανικού 10ετούς ομολόγου ενδεχομένως να υποχωρήσει σε χαμηλότερα επίπεδα. **Η κύρια ανησυχία** όπως φάνηκε και στην πρόσφατη συνέντευξη τύπου του Προέδρου της FED **είναι η αγορά εργασίας.** Το ποσοστό ανεργίας που ανακοινώθηκε (4,4%) τον Δεκέμβριο σε απόλυτο νούμερο παραμένει χαμηλά. Ωστόσο η παραγωγή νέων θέσεων εργασίας εκτός αγροτικού τομέα τον Δεκέμβριο ήταν απογοητευτική (50.000) και το 2025 η συνολική παραγωγή θέσεων εργασίας εκτός του αγροτικού τομέα, αν εξαιρέσουμε την πανδημία, ήταν η χειρότερη από το 2009. Αξιοσημείωτο είναι ωστόσο ότι **εδώ και αρκετό καιρό προϋπήρχαν ενδείξεις αδυναμίας αλλά και απαισιοδοξίας για το εργασιακό μέλλον στα αμερικανικά νοικοκυριά.** Τα στοιχεία, λόγω του αμερικανικού shutdown, δεν μπορούν να χαρακτηριστούν με σημαντικό βαθμό αξιοπιστίας και ενδεχομένως θα τροποποιηθούν. Ενδιαφέρον θα έχει πώς θα εξελιχθούν τα στοιχεία τους επόμενους μήνες, γεγονός που θα επηρεάσει και την πολιτική της Fed, με την αγορά να προεξοφλεί δύο μειώσεις επιτοκίων το 2026, όχι όμως εμπροσθοβαρώς με την πιθανότητα για μείωση τον Ιανουάριο να είναι σχεδόν μηδενική. Παράλληλα, **ο πληθωρισμός** αν και για αρκετούς μήνες παραμένει υψηλότερα του στόχου του 2% **αποκλιμακώνεται αργά αλλά σταθερά.** Σύμφωνα με τον Πρόεδρο της FED ο πληθωρισμός λόγω δασμών εμφανίζεται να μην είναι επαναλαμβανόμενος και πιθανότατα να κορυφώσει μέχρι το 3^ο τρίμηνο του 2026. Η αγορά επίσης προεξοφλεί ότι **η σύνθεση της Fed το 2026 θα είναι υπέρ μιας πιο χαλαρής νομισματικής πολιτικής (dovish)** με την αλλαγή του Προέδρου να είναι καταλύτης. Διάφορα μακροοικονομικά μεγέθη, όπως ο ISM μεταποίησης και δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης δικαιολογούν χαμηλότερα επίπεδα αποδόσεων για την αμερικανική 10ετία. Τέλος, **οι προθέσεις της αμερικανικής κυβέρνησης για αποκλιμάκωση των αποδόσεων των ομολόγων, αλλά και η πρόσφατη απόφαση της Fed για αγορά treasuries καταδεικνύουν ότι υπάρχει βούληση για στήριξη της αγοράς ομολόγων.**

Ωστόσο, εντοπίζουμε ορισμένες παραμέτρους και κινδύνους που δρουν ανασχετικά σε μια πιθανή διατηρήσιμη υποχώρηση των αποδόσεων των αμερικανικών ομολόγων.

Αρχικά, εκκρεμεί η **απόφαση του Ανώτατου Δικαστηρίου για την εγκυρότητα των δασμών** με την προθεσμιακή αγορά να δίνει πιθανότητα άνω του 70% για την ακύρωσή τους. Αν και υπάρχει η πιθανότητα να βρεθεί τρόπος παράκαμψης μιας αρνητικής απόφασης, το γεγονός ότι θα τεθούν εν αμφιβόλω τα έσοδα από τους δασμούς, ιδιαίτερα με τις ψηφισμένες φοροαπαλλαγές σε ισχύ αναμένεται να επαναφέρει τον προβληματισμό για την δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ. **Το term premium στις ΗΠΑ**, δηλαδή το επιπλέον διαχρονικό ασφάλιστρο που απαιτεί η αγορά **παραμένει σε υψηλά 10 και πλέον ετών** καταδεικνύοντας ότι η αγορά ανησυχεί για την επιπτώση της δημοσιονομικής πολιτικής των ΗΠΑ αλλά και της ανεξαρτησίας της Fed. Παράλληλα, **δεν βρισκόμαστε πλέον σε ένα συντονισμένα καθοδικό κύκλο επιτοκίων από τις Κεντρικές Τράπεζες παγκοσμίως**. Η ΕΚΤ βρίσκεται σε στάση αναμονής, στην BOE οι αποφάσεις κρίνονται οριακά και η BoJ ανεβάζει τα επιτόκια, σηματοδοτώντας νέες αυξήσεις το επόμενο έτος. **Ο κίνδυνος διάχυσης (spillover)** από τις υψηλότερες αποδόσεις των ιαπωνικών ομολόγων, όπως φάνηκε τον Δεκέμβριο παραμένει υψηλός. Ταυτόχρονα, όπως τόνισε και ο Πρόεδρος της Fed, **το μονοπάτι νομισματικής πολιτικής ενέχει κινδύνους και ως προς την αγορά εργασίας αλλά και ως προς τον πληθωρισμό**. Δεδομένου ότι στις τελευταίες συσκέψεις της Fed στο επίκεντρο έχει τεθεί η εικόνα της αγοράς εργασίας, ο κίνδυνος να επαναληφθεί το λάθος που είχε γίνει το 2021 με τον χαρακτηρισμό του πληθωρισμού ως προσωρινού και με τις τρέχουσες πληθωριστικές πιέσεις λόγω δασμών αποτελεί ένα ενδεχόμενο που προβληματίζει.

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων ΗΠΑ-Ιαπωνίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Συμπερασματικά διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα, παραμένοντας σε εγρήγορση και παρακολουθώντας τυχόν αποδυνάμωση της αγοράς εργασίας για πιθανή μεταβολή της θέσης μας. Η αγορά προεξοφλεί 2 μειώσεις επιτοκίων από την Fed και **το διακύβευμα είναι κατά πόσο αυτές θα υλοποιηθούν ή όχι** και αν υπάρξει θετικότερη έκπληξη με ταχύτερη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής.

4.2 ΗΠΑ | Εταιρικά:

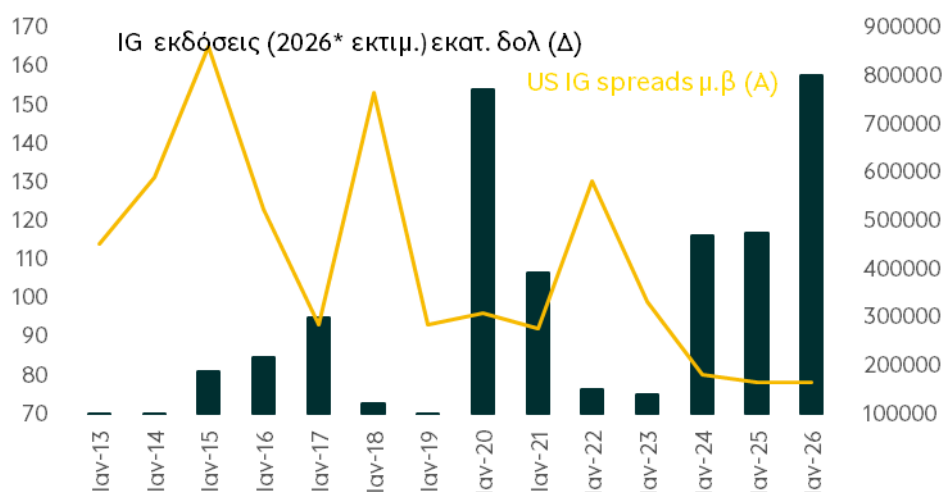
Αύξηση του δανεισμού (AI) κίνδυνος για τα IG

Μεταβάλλουμε την άποψή μας για τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα από ουδέτερη σε ήπια αρνητική, καθώς οι νέες εκδόσεις για την θεματική του AI αναμένεται να διευρύνουν τα spreads, που βρίσκονται ήδη σε πολυετή χαμηλά

Το 2025 αποτέλεσε ένα έτος με έντονη μεταβλητότητα και για τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα. Η χρονιά ξεκίνησε θετικά με τα spreads στα IG ομόλογα να υποχωρούν τον Μάρτιο στις 85 μ.β., αλλά μετά το Liberation Day να εκτοξεύονται στις 128 μ.β. Με τον μετρίασμό του εμπορικού πολέμου και την υπογραφή των συμφωνιών ακολούθησαν μια σταθερά καθοδική πορεία και τον Οκτώβριο κατέγραψαν χαμηλό (76 μ.β.) από το 1998, επίπεδα στα οποία βρίσκονται και τώρα.

Οι επενδύσεις στην θεματική της τεχνητής νοημοσύνης αναμένεται να ενταθούν τα επόμενα χρόνια και **σε αντίθεση με τα προηγούμενα έτη στα οποία υπήρχε χρήση αποκλειστικά σχεδόν των ταμειακών διαθεσίμων των εταιρειών, τώρα επιχειρείται να μεταφερθεί το ρίσκο των επενδύσεων στους επενδυτές μέσω έκδοσης εταιρικών ομολόγων.** Οι κορυφαίες εταιρείες AI έχουν πιστοληπτική αξιολόγηση IG.

Εκδόσεις IG ομολόγων και US IG spreads



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Το σύνολο των ομολόγων που κυκλοφορούν αυτή τη στιγμή στις ΗΠΑ σε USD, εταιριών του τεχνολογικού τομέα με πιστοληπτική αξιολόγηση IG και χώρα δραστηριοποίησης τις ΗΠΑ, σύμφωνα με τους υπολογισμούς μας ανέρχονται στα 836 δις δολάρια. Οι εκτιμήσεις της αγοράς αναφέρουν για νέες εκδόσεις ομολόγων μέχρι και 1,5 τρις δολάρια για την θεματική της τεχνητής νοημοσύνης με την μεγάλη πλειοψηφία των εταιριών να είναι IG. Αν και το ενδιαφέρον διατηρείται υψηλό και ενδεχομένως να γίνεται ένα front loading προγραμματισμένων για αργότερα εκδόσεων, ωστόσο το ύψος των εκδόσεων αυξάνει τον κίνδυνο και θεωρούμε ότι θα επηρεάσει και τα spreads των IG εκδοτών. Μια ανησυχία διαφάνηκε στα αποτελέσματα της Oracle **και την πορεία των Credit Default Swap της, τα οποία διαμορφώθηκαν σε υψηλό από το 2009. Για τους λόγους αυτούς μεταβάλλουμε την θέση μας από ουδέτερη σε ήπια αρνητική.**

Στα HY ομόλογα, παρατηρήθηκε αντίστοιχη μεταβλητότητα με τα spreads να σημειώνουν χαμηλό (267 μ.β.) από το 1998 σε αντιστοιχία με τους δείκτες μεταβλητότητας MOVE και VIX που παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα. Οι **φορολογικές ελαφρύνσεις** της νέας διακυβέρνησης των ΗΠΑ αναμένεται να ενισχύσουν τους HY εκδότες, οι οποίοι έχουν ισχυρή εγχώρια παρουσία αλλά θεωρούμε ότι στα παρόντα επίπεδα, αρκετά από τα θετικά σενάρια είναι ενσωματωμένα. Παράλληλη, **η χαμηλή διάρκεια των HY εκδοτών** περιορίζει τα οφέλη από τις προσδοκώμενες μειώσεις επιτοκίων της Fed. **Τα σημάδια αποδυνάμωσης της αγοράς εργασίας** δεν αποτελούν θετικούς οριζώντες για τους HY εκδότες και ερωτηματικό παραμένει **η διαχείριση των δασμών και η επίδραση που θα έχει στα περιθώρια κέρδους τους**, καθώς οι HY εκδότες δεν έχουν την ισχυρή διαπραγματευτική ικανότητα των διεθνοποιημένων IG. **Για τους παραπάνω λόγους διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη.**

4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά:

Μη ρεαλιστικές οι μακροχρόνιες προσδοκίες της αγοράς για τα επιτόκια

Οι αποδόσεις των ομολόγων της Ευρωζώνης κινήθηκαν ανοδικά το 8^ο τρίμηνο του 2025, χωρίς ωστόσο να διασπάσουν τα υψηλά έτους. Οι λόγοι για την ανοδική κίνηση εντοπίζονται στην στάση αναμονής της ΕΚΤ, την ανθεκτική εικόνα της οικονομίας της Ευρωζώνης, τις προσδοκίες από το δημοσιονομικό πακέτο της Γερμανίας, καθώς και στη διάχυση της ανόδου των αποδόσεων των ιαπωνικών ομολόγων. Η ΕΚΤ έχει διατηρήσει αμετάβλητα τα επιτόκια το 8^ο εξάμηνο του 2025, καθώς όπως τόνισε η Πρόεδρος της είναι καλά τοποθετημένη για τις κινδύνους που ελλοχεύουν σχετικά με τον πληθωρισμό και την ανάπτυξη (επιπτώσεις εμπορικού πολέμου). Στις πρόσφατες προβλέψεις της, **αναθεώρησε ανοδικά τις εκτιμήσεις, τόσο για**

την ανάπτυξη, όσο όμως και τον πληθωρισμό, γενικό και δομικό για το 2026. Η εικόνα αυτή, έχει οδηγήσει μέλη της ΕΚΤ, όπως η Isabel Schnabel να μην αποκλείουν η επόμενη κίνηση της ΕΚΤ να είναι αύξηση των επιτοκίων.

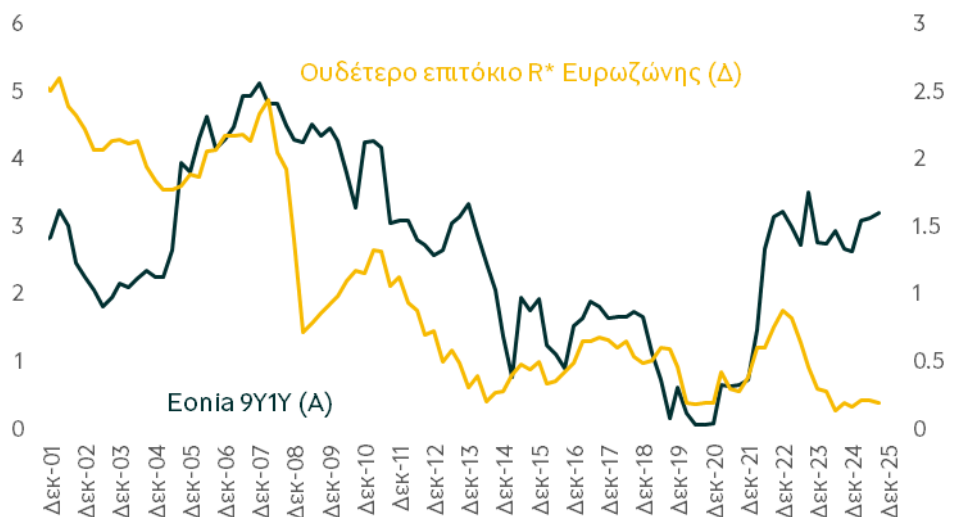
Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη για τα ευρωπαϊκά κρατικά ομόλογα, καθώς παρά την στάση αναμονής της ΕΚΤ, θεωρούμε τα επιτόκια στην Ευρωζώνη μακροχρόνια θα ισορροπήσουν χαμηλότερα και τα ρίσκα απογοήτευσης από τη δημοσιονομική χαλάρωση της Γερμανίας παραμένουν υψηλά

Η πιθανή συμφωνία Ρωσίας- Ουκρανίας αναμένεται να έχει αμφίσημο αντίκτυπο στην αγορά ομολόγων. Αρχικά αναμένεται να αποκλιμακώσει περαιτέρω τις τιμές ενέργειας επηρεάζοντας καθοδικά τον πληθωρισμό μειώνοντας παράλληλα και το γεωπολιτικό premium, ωστόσο η χρηματοδότηση 90 δις για την ανοικοδόμηση της Ουκρανίας από τις αγορές αναμένεται να ασκήσει ανοδικές πιέσεις στις αποδόσεις. Ο ρυθμός αύξησης των μισθών στην Ευρωζώνη με βάση τον δείκτη της ΕΚΤ έχει ανακάμψει από τα χαμηλά 4 ετών και εμφανίζει σημάδια σταθεροποίησης.

Τα ολλανδικά συνταξιοδοτικά ταμεία αλλάζουν τον τρόπο απονομής συντάξεων και το νέο σύστημα καθορισμένων παροχών (defined benefit) δεν απαιτεί από τα pension funds να διακρατούν ομόλογα μεγάλης διάρκειας για να εξυπηρετούν τις ανάγκες τους (ράντες). Η ευελιξία ωστόσο που δίνεται στα ταμεία να συμμορφωθούν με το νέο σύστημα παρέχει αισιοδοξία για απορρόφηση των πωλήσεων των ομολόγων μακρύτερης διάρκειας. Ωστόσο, οι πιέσεις στα ομόλογα ήταν εμφανής με την απόδοση του 30ετούς ομολόγου της Ολλανδίας να κινείται σε υψηλά (3,6%) από το 2011.

Ο πληθωρισμός σε αρκετές χώρες στην Ευρωζώνη έχει υποχωρήσει κάτω από τον στόχο του 2%, ενώ αν και έχει αποφευχθεί το χειρότερο σενάριο του εμπορικού πολέμου, ωστόσο δεν έχει φανεί ακόμα ο πλήρης αντίκτυπός του με τη νέα δασμολογική πολιτική. Στην Κίνα, η οποία παραμένει σημαντικός εταίρος της Ευρωζώνης, ο ρυθμός ανάκαμψής της παραμένει ερωτηματικό.

Εonia 9Y1Y και ουδέτερο επιτόκιο R* Ευρωζώνης



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Σύμφωνα με το διάγραμμα στην προηγούμενη σελίδα, **το ουδέτερο επιτόκιο της Ευρωζώνης r^* , δηλαδή το επιτόκιο, το οποίο ενώ συμβάλλει στην τιθάσευση του πληθωρισμού και δεν περιορίζει την ανάπτυξη, τοποθετείται αρκετά χαμηλότερα** σχετικά με τις μακροπρόθεσμες εκτιμήσεις της αγοράς. Μακροχρόνια (σε 9 χρόνια) η αγορά εκτιμά ότι τα επιτόκια θα διαμορφωθούν στο 3,5%. Θεωρούμε ότι τα επίπεδα αυτά δεν είναι εύκολα ανεκτά από την οικονομία της Ευρωζώνης. Παράλληλα, εκτιμούμε ότι οποιαδήποτε δημοσιονομική τόνωση είναι δύσκολο να αλλάξει τις δομικές δυσλειτουργίες της Ευρωζώνης (όπως οι χαμηλοί ρυθμοί παραγωγικότητας και αύξησης του πληθυσμού που αντικατοπτρίζονται στο ουδέτερο επιτόκιο). Τέλος τα ρίσκα για τον πληθωρισμό παραμένουν καθοδικά. **Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη για τα ομόλογα της Ευρωζώνης.**

Ρίσκα για την στρατηγική μας αποτελούν μια αναζωπύρωση του πληθωρισμού, μια ανάπτυξη ισχυρότερη του αναμενομένου ή μια πολιτική κρίση που θα ωθήσει ανοδικά τις αποδόσεις στη λήξη των ομολόγων.

4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά:

Παραμένουν τα spread σε ιδιαίτερα χαμηλά επίπεδα

Για τα ομόλογα της Ευρωζώνης, το 2025 ήταν ένα έτος με έντονη μεταβλητότητα λόγω των εμπορικών πολέμων, ωστόσο η χρονιά έκλεισε θετικά. Τα spreads των IG ομολόγων τον Οκτώβριο σημείωσαν χαμηλό (76 μ.β.) από το 2007, καθώς και η μεταβλητότητα υποχώρησε σημαντικά. Έκτοτε τα spreads κυμαίνονται γύρω από τα προαναφερόμενα επίπεδα. Για τα HY, παρόμοια εικόνα, με τα spreads να παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα από το 2021 ωστόσο και όχι σε πολυετή χαμηλά.

Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, στην Ευρωζώνη δεν αναμένεται μεγάλη προσφορά ομολόγων σχετιζόμενων με την θεματική της τεχνητής νοημοσύνης, καθώς μεγάλο ποσοστό των IG εκδοτών ανήκει στον χρηματοοικονομικό κλάδο, ο οποίος πρωταγωνίστησε θετικά το 2025. Η κερδοφορία (EBITDA Margin) των IG εκδοτών σημείωσε το γ' τρίμηνο υψηλό από το α' τρίμηνο του 2024. Η εκτιμώμενη στάση αναμονής της ΕΚΤ δεν δρα θετικά πλέον στα IG, διαφορετικά από την αρχή του 2025 για το οποίο υπήρχαν προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων. Για τους λόγους αυτούς **παραμένουμε ουδέτεροι στα IG ομόλογα Ευρωζώνης.**

Στα HY, η συμφωνία με τις ΗΠΑ και η αποφυγή εκτεταμένου εμπορικού πολέμου αποκλιμάκωσε τα spreads. Ο πιθανός τερματισμός του πολέμου στην

Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη μας για τα ευρωπαϊκά HY, καθώς στα τρέχοντα επίπεδα έχουν προεξοφληθεί πολλά θετικά σενάρια και έχουν υποτιμηθεί ενδεχόμενα ρίσκα

Ουκρανία που πιθανώς να αποκλιμακώσει περαιτέρω το ενεργειακό κόστος θα ενισχύσει τους ΗΥ εκδότες. Παράλληλα, η ανθεκτικότητα της ευρωπαϊκής οικονομίας και ειδικότερα των χωρών της περιφέρειας στην οποία δραστηριοποιούνται αρκετοί ΗΥ εκδότες έχει επηρεάσει θετικά. Ωστόσο, ο δείκτης FCF/Total Debt το γ' τρίμηνο του 2025 σημείωσε χαμηλό (6,3x) από το γ' τρίμηνο του 2023.

Επιπρόσθετα, οι **επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου** που ακόμα δεν έχουν αποτυπωθεί πλήρως, η **αβεβαιότητα σχετικά με το πολιτικό ρίσκο** σε πολλές ευρωπαϊκές χώρες και οι **μεγάλες προσδοκίες που έχουν καλλιεργηθεί από το δημοσιονομικό πακέτο της Γερμανίας** ενδεχομένως να απογοητεύσουν.

Για τους λόγους αυτούς **διατηρούμε ήπια αρνητική θέση για τα ευρωπαϊκά ομόλογα ΗΥ.**

Συνάλλαγμα

05

5.1 USD:

Κίνδυνος από τον συνδυασμό ελλειμάτων-νομισματικής χαλάρωσης

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας το δολάριο παραμένει υπερτιμημένο έναντι των κύριων νομισμάτων και το βασικό μας σενάριο περιλαμβάνει μια διατήρηση της πτωτικής τάσης του δολαρίου

Το δολάριο βρέθηκε υπό πίεση κατά το πρώτο μισό του 2025 για να αρχίσει να σταθεροποιείται προς το τέλος του έτους. Έτσι ενώ από την αρχή του χρόνου το δολάριο έχει υποχωρήσει κατά 9,4% κατά το τελευταίο τρίμηνο έχει ενδυναμώσει κατά 0,6%. Πρόσφατα οι ενδείξεις για την οικονομία των ΗΠΑ εμφανίστηκαν σχετικά δυνατές ενώ αυτές των βασικών οικονομικών εταίρων των ΗΠΑ έχουν υποχωρήσει ελαφρώς. Επίσης οι δημοσιονομικές ανησυχίες οι οποίες αποτέλεσαν μία από τις βασικές αφορμές για τις πιέσεις στο δολάριο έχουν αρχίσει να επηρεάζουν και τις αγορές στον υπόλοιπο κόσμο γεγονός που φαίνεται κυρίως στις πιέσεις στα μακρινά μέρη των καμπυλών των αποδόσεων των ομολόγων και στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας το δολάριο παραμένει υπερτιμημένο έναντι των άλλων βασικών νομισμάτων κυρίως λόγω του συνδυασμού πολύ υψηλών ελλειμμάτων (εξωτερικών και ομοσπονδιακών) σε σχέση με την παραγωγικότητα η οποία βρίσκεται ακόμα κοντά στον μακροχρόνιο μέσο όρο του 2%, αλλά και τη μειούμενη επιτοκιακή διαφορά με τον υπόλοιπο κόσμο. Υπολογίζουμε την υπερτίμηση του δολαρίου η υπερτίμηση του δολαρίου είναι της τάξης του 8% (δείκτης DXY).

Το βασικό μας σενάριο περιλαμβάνει μια διατήρηση της πτωτικής τάσης του δολαρίου. **Η διατήρησης μιας χαλαρής νομισματικής πολιτικής από πλευρά της Fed (όχι μόνο λόγω των μειώσεων των επιτοκίων αλλά κυρίως λόγω της επανέναρξης των αγορών των ομολόγων) ενώ ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει σταθερά πάνω από το 2% ως και το 2027 με την πιθανότητα της ύφεσης να είναι μικρή (κοντά στο 30%) αποτελεί έναν ιδιαίτερα αρνητικό παράγοντα για την αξιοπιστία της Fed.** Με αυτόν τον τρόπο, ο συνδυασμός αυτός, αυξημένης προσφοράς χρήματος και υψηλών ελλειμμάτων μειώνει την ελκυστικότητα του δολαρίου ως αποθεματικό νόμισμα.

Καθώς και οι υπόλοιπες οικονομίες έχουν σημαντικά ιδιοσυγκρασιακά προβλήματα αυτή η αμφισβήτηση του δολαρίου εμφανίζεται μερικώς μόνο έναντι των άλλων νομισμάτων και εκφράζεται κυρίως έναντι του χρυσού και των άλλων πολύτιμων μετάλλων. Σύμφωνα με τις συσχετίσεις του παρελθόντος, εκτιμάται μια σημαντική πιθανότητα της μετάδοσης των διακυμάνσεων από την αγορά εμπορευμάτων στην αγορά συναλλάγματος. Κάτω από την προϋπόθεση ότι η παγκόσμια ανάπτυξη θα παραμείνει σταθερή, το δολάριο είναι πιο ευάλωτο σε σχέση με νομίσματα εξαγωγέων εμπορευμάτων. **Την αρνητική αυτή δυναμική θα μπορούσε να ανατρέψει, μερικώς τουλάχιστον, μια σχετιζόμενη με την τεχνητή νοημοσύνη**

άνοδος της παραγωγικότητας η οποία θα συντηρούσε, ή και θα αύξαινε τις εισροές κεφαλαίων στις ΗΠΑ με σκοπό την συνέχιση των επενδύσεων στις αμερικανικές μετοχικές αγορές. Όμως δεδομένων των ήδη υπάρχοντων ροών προς την (αρκετά ακριβότερη) αμερικανική μετοχική αγορά, η άνοδος αυτή θα πρέπει να έρθει σχετικά σύντομα και να είναι μεγάλη (η αλλιώς να συνδυαστεί χρονικά με αρνητικά νέα από τον υπόλοιπο κόσμο) για να προσελκύσει περαιτέρω ροές οι οποίες θα μετέβαλλαν την τάση του δολαρίου σε ανοδική.

Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για το δολάριο των ΗΠΑ.

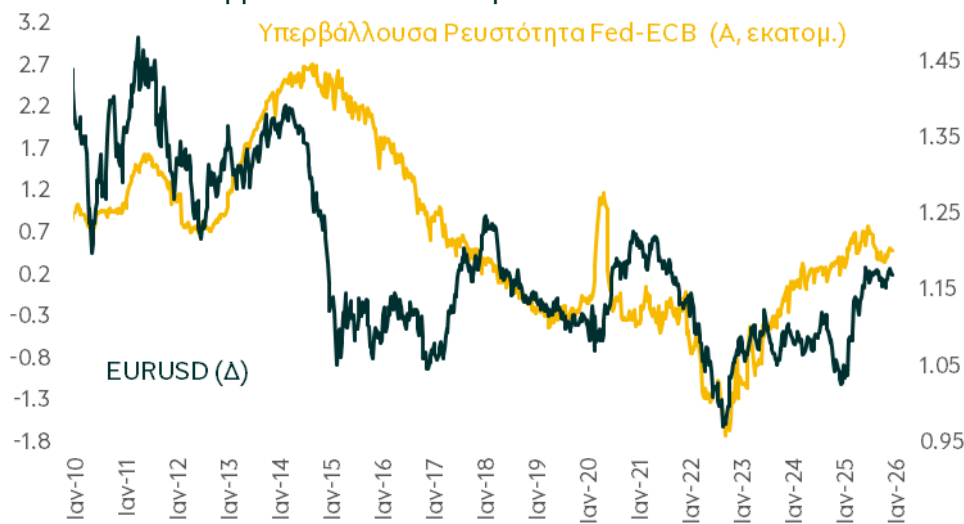
5.2 EURUSD:

Σχετικά ευάλωτο λόγω μη προ εξοφλημένων ευρωπαϊκών κινδύνων

Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε ουδέτερη από ήπια θετική, καθώς παρά τις διαρθρωτικές αδυναμίες του δολαρίου, οι μη προεξοφλημένοι κίνδυνοι της Ευρωζώνης μας καθιστούν επιφυλακτικούς

Η ισοτιμία ενισχύθηκε 13,4% μέσα 2025. Η άνοδος οφείλεται περισσότερο σε αδυναμία του δολαρίου παρά σε ισχυρά θεμελιώδη της ΕΖ. Η ανοδική τάση εξασθένησε κατά το δεύτερο μισό του έτους. Στο δ' τρίμηνο το spread μεταξύ των διετών γερμανικών αποδόσεων και των αντίστοιχων αμερικάνικων έχει διευρυνθεί κατά 22 μ.β. χωρίς να μπορέσει να δώσει μια περαιτέρω ώθηση στην ισοτιμία. Βραχυπρόθεσμα θεωρούμε ότι οι προσδοκίες των αγορών για παύση των μειώσεων των επιτοκίων από την ECB, πόσο δε για μια αύξηση, μπορεί να διαψευσθούν. Επίσης, ανησυχίες για τη δημοσιονομική σταθερότητα σε χώρες όπως η Γαλλία και η Ιταλία αλλά και το αποπληθωριστικό σοκ το οποίο μεταφέρουν κινεζικές εισαγωγές χαμηλού κόστους αποτελούν αρνητικούς παράγοντες. Αντίστοιχο αποτέλεσμα θα είχε και μια πολύ πιθανή απογοήτευση σε σχέση με τα αποτελέσματα του

EURUSD & Υπερβάλλουσα Ρευστότητα Fed-ECB



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

δημοσιονομικού πακέτου της Γερμανίας στην ανάπτυξη της ΕΖ συνολικά. **Οι δυνάμεις αυτές θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε πιέσεις στην ισοτιμία μέσα στο έτος.**

Αναμένουμε ότι τελικά οι διαρθρωτικές αδυναμίες του δολαρίου θα ενισχύσουν και το ευρώ, το οποίο όμως λόγω μη προεξοφλημένων κινδύνων της ΕΖ θα υποαποδώσει έναντι άλλων νομισμάτων. Η ΕΖ διατηρεί ένα πλεόνασμα στο ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών στο 2% του ΑΕΠ σε αντίθεση με το έλλειμα 4% των ΗΠΑ. Όσο τα ελλείματα αποτελούν βασικό παράγοντα εστίασης των αγορών το ευρώ θα μπορούσε να συνεχίσει τελικά την ανοδική του πορεία. Στο περιβάλλον αυτό και η επέκταση του χαρτοφυλακίου της Fed αναμένεται να αυξήσει την σχετική προσφορά δολαρίων στηρίζοντας αποτελώντας έναν επιπλέον θετικό παράγοντα (διάγραμμα). **Συνεχίζουμε να αναμένουμε μια διακύμανση στο εύρος 1,14 -1,22 με δωδεκάμηνο στόχο το 1,18** (από 1,19, οι προσδοκίες των αναλυτών συγκλίνουν στο 1,19 «κλείσιμο» 2025 στο 1,1750). **Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε ουδέτερη από ήπια θετική.**

5.3 USDJPY | EURGBP:

USDJPY: Υπερβολική η πρόσφατη άνοδος του δολαρίου έναντι του γεν

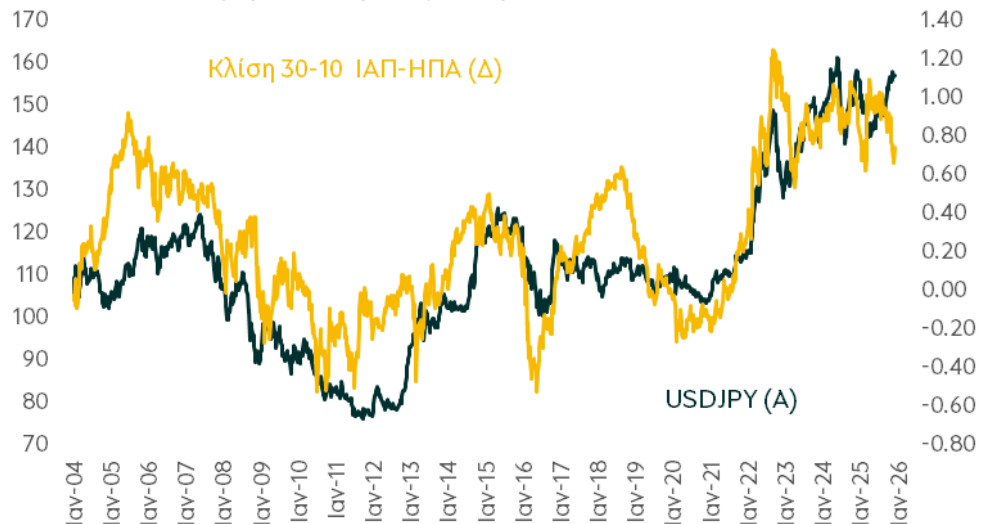
Η μεταβλητότητα στην αγορά συναλλάγματος αναμένεται να αυξηθεί και το γιεν να ενδυναμωθεί σε ένα πλαίσιο αδυναμίας του δολαρίου

Η ισοτιμία USDJPY έκλεισε σχεδόν η αμετάβλητη μέσα στο 2025 στο 156,7 αφού ενισχύθηκε 6% το δ' τρίμηνο. **Παρά το ότι η Κεντρική τράπεζα της Ιαπωνίας (BoJ) διατηρεί μια πιο αυστηρή νομισματική πολιτική η οποία έχει οδηγήσει τα spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας σε πολύ χαμηλότερα επίπεδα** τόσο στο τρίμηνο όσο και από την αρχή του χρόνου, **το γεν βρέθηκε υπό πίεση πιθανόν για του εξής λόγους:** α) η BoJ παρουσιάζεται διστακτική στο να αυξήσει τα επιτόκια με γρηγορότερο ρυθμό με αποτέλεσμα τα πραγματικά επιτόκια να παραμένουν αρνητικά, β) αναδύθηκαν ανησυχίες για την πορεία της δημοσιονομικής πολιτικής θα ακολουθήσει η νέα κυβέρνηση Takaichi και γ) η πολύ χαμηλή μεταβλητότητα σε όλες τις αγορές η οποία δεν βάζει σε κίνδυνο τα διάφορα carry trades τα οποία χρηματοδοτούνται ακόμα σε γεν. Οι Ιάπωνες ιδιώτες επενδυτές συνεχίζουν να έχουν όρεξη για ξένα, κυρίως αμερικανικά, περιουσιακά στοιχεία, με τις καθαρές αγορές τους σε ξένες μετοχές να κυμαίνονται κοντά στο ιστορικό υψηλό των 9,4 τρις γιεν (\$60δισ) του 2024. Σε αυτό το πλαίσιο όμως, ο Υπ. Οικονομικών Katayama προειδοποίησε για «τολμηρή δράση» αν συνεχιστούν οι υπερβολικές κινήσεις.

Αναμένουμε ότι η μεταβλητότητα στην αγορά συναλλάγματος θα αυξηθεί και το γεν θα ενδυναμωθεί σε ένα ευρύτερο πλαίσιο αδυναμίας του δολαρίου. Το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών της Ιαπωνίας βρίσκεται στο 4,8% του ΑΕΠ σε αντίθεση με το -3,9% των ΗΠΑ. Η διαφορά

αυτή (8,7%) είναι από τις υψηλότερες ιστορικά και μεσοπρόθεσμα οδηγεί σε ένα πιο δυνατό γεν. Όπως παρατηρούμε και στο διάγραμμα παραπάνω οι δημοσιονομικές ανησυχίες όπως εκφράζονται στις καμπύλες 30-10 ετών έχουν υποχωρήσει στην Ιαπωνία ύστερα από την ψήφιση του προϋπολογισμού (-28 μ.β.) ενώ η αντίστοιχη καμπύλη στις ΗΠΑ έχει αυξηθεί (7 μ.β.) κινήσεις που δεν έχουν ακολουθηθεί από πτώση της ισοτιμίας. Σε οριζόντα έτους αναμένουμε μια κίνηση προς το 144, με ετήσιο εύρος το 144-160 (από 139 που ήταν ο στόχος μας πριν 3 μήνες , οι προσδοκίες των αναλυτών συγκλίνουν στο 145). Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε αρνητική από ήπια αρνητική.

USDJPY & Διαφορά Κλίσης Καμπύλης 30-10 ΗΠΑ/Ιαπωνίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

EURGBP:

Διακύμανση εντός εύρους

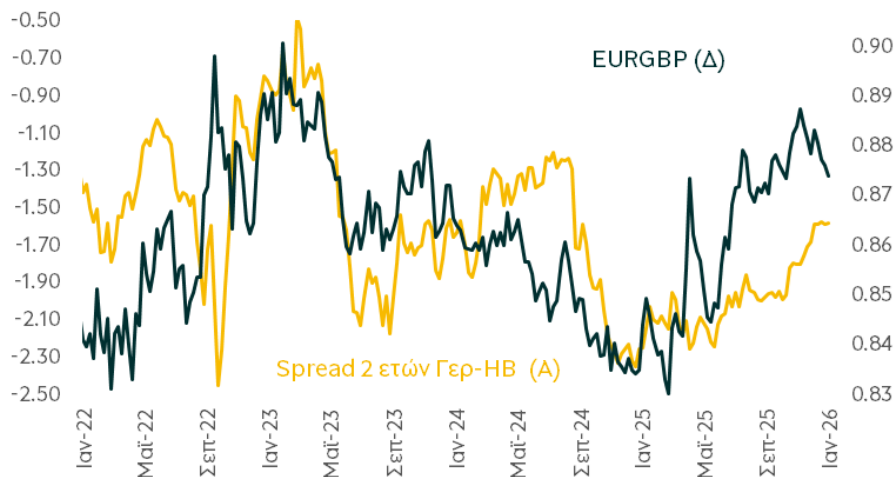
Η ισοτιμία ενισχύθηκε 5,4% στο 0,8717 μέσα στο 2025. Τον Νοέμβριο έφτασε μέχρι το 0,8860 προεξοφλώντας πολλούς θετικούς παράγοντες, όπως τις προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων κατά 50 μ.β. στο Ηνωμένο Βασίλειο (HB) - σε σχέση με την αναμενόμενη απραξία της ECB - αλλά και πολλά διαθρωτικά «προτερήματα» της EZ (μικρότερα ελλείμματα και χρέος σαν ποσοστό του ΑΕΠ αλλά και θετικό πλεονάσματα τρεχουσών συναλλαγών σε σχέση με το έλλειμμα του HB). Στην συνέχεια όμως παρατηρήθηκε αποκόμιση κερδών λόγω θετικών οικονομικών εκπλήξεων στο HB, αλλά και του μηνύματος πιο προσεκτικής μελλοντικής νομισματικής χαλάρωσης, στην συνέχεια της απόφασης για μείωση των επιτοκίων της 18/12.

Από το διάγραμμα παρακάτω, παρατηρούμε ότι ως αποτέλεσμα της πιο περιοριστικής νομισματικής πολιτικής στην EZ, από τα χαμηλά της άνοιξης του

Η ισοτιμία έχει ήδη ενσωματώσει ένα σημαντικό premium βρετανικού δημοσιονομικού κινδύνου

2025, το spread 2 ετών Γερμανίας—HB έχει αυξηθεί κατά 65 μ.β., όμως η άνοδος της ισοτιμίας κατά 1,3% έχει με το παραπάνω προεξοφλήσει το παράγοντα αυτόν.

EURGBP & Διαφορά Διετών Αποδόσεων, Γερμανία-HB



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Τόσο η EZ όσο και το HB αναμένεται να έχουν σχετικά ηπία ανάπτυξη το 2026 (1,2%-1,1%). Το HB αντιμετωπίζει πιο επίμονους πληθωριστικούς και δημοσιονομικούς περιορισμούς με αρνητικές για το νόμισμα συνέπειες. Από την άλλη πλευρά όπως αναφέραμε και στην EZ πολλοί αρνητικοί παράγοντες δεν είναι προεξοφλημένοι. **Οι δυνάμεις αυτές αναμένεται να διατηρήσουν την ισοτιμία εντός εύρους.**

Συνεχίζουμε και διατηρούμε μια ουδέτερη άποψη για την ισοτιμία με εύρος διακύμανσης 0,8460-0,8900 και ετήσιο στόχο για το 2026 0,86 (Προσδοκίες αναλυτών 0,86).

Εμπορεύματα

06

6.1 Πετρέλαιο:

Φτηνό, αλλά ανησυχίες για την προσφορά και όχι αρκετά αδύναμο \$ εμποδίζουν την άνοδο

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

Η τιμή του πετρελαίου το 3^ο τρίμηνο του έτους υποχώρησε κατά 7,94% **ολοκληρώνοντας την χρονιά με τις μεγαλύτερες απώλειες (-19,94%) από το 2020, κυρίως λόγω των εκτιμήσεων για πλεόνασμα προσφοράς και απώλειας γεωπολιτικού premium. Η μεταβλητότητα του ΣΜΕ WTI** είτε μετρηθεί με βάση την ιστορικότητα 60 ημερών, είτε με την τεκμαρτή μεταβλητότητα του ETF USO **διαμορφώνεται σε χαμηλά σχεδόν 4 ετών.** Το γεγονός αυτό μπορεί να εξηγηθεί στο ότι πλέον **η τιμή δεν είναι τόσο ευαίσθητη σε ένα εξωγενές σοκ**, είτε αυτό είναι γεωπολιτικό (πόλεμος σε Μέση Ανατολή ή Ουκρανία,) ή καιρικό (τυφώνες που πλήττουν εγκαταστάσεις), πληθωριστικό ή νομισματικό (που πλήττει τη ζήτηση). Στο πλαίσιο αυτό η αγορά έστρεψε το ενδιαφέρον της στα θεμελιώδη και η εκτίμηση για πλεόνασμα προσφοράς τόσο το 2025 όσο κυρίως για το 2026 επηρέασε αρνητικά την αγορά.

Οι εκτιμήσεις της Διεθνούς Επιτροπής Ενέργειας, της Αμερικανικής Επιτροπής Ενέργειας και του Bloomberg αναφέρουν πλεόνασμα προσφοράς για το 2026, το οποίο διαφέρει ως προς το εύρος. Η πιο απαισιόδοξη εκτίμηση (IEA) προβλέπει πλεόνασμα προσφοράς 3,8 εκατ. βαρέλια το 2026, ενώ ο πάντα αισιόδοξος OPEC+ προβλέπει έλλειμμα κατά 600.000 βαρέλια. Παράλληλα, η προοπτική συμφωνίας στον πόλεμο στην Ουκρανία μειώνει ακόμα περισσότερο το γεωπολιτικό premium, το οποίο σταδιακά από το καλοκαίρι και την μη κλιμάκωση στην Μέση Ανατολή βαίνει μειούμενο.

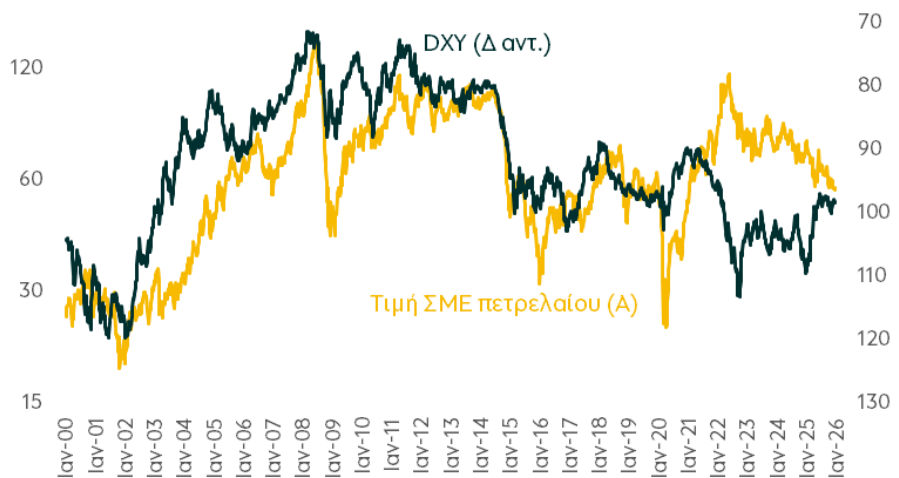
Μετά τη σύλληψη Μαδούρο στην Βενεζουέλα, ενδεχομένως να υπάρξει μια αναταραχή στην αγορά βραχυπρόθεσμα, ωστόσο ήδη οι εξαγωγές της χώρας υπόκεινται σε κυρώσεις και δεν αναμένεται να διαταραχθεί η συνολική προσφορά. **Μεσοπρόθεσμα, η καλύτερη τεχνολογικά αξιοποίηση του πλούτου της χώρας αναμένεται να αυξήσει την παραγωγή επηρεάζοντας αρνητικά την τιμή**, ωστόσο οι αντίστοιχες εμπειρίες από το Ιράκ και τη Λιβύη δείχνουν ότι για πλήρη αξιοποίηση θα απαιτηθεί χρόνος.

Τεχνικά, η εικόνα του πετρελαίου παραμένει αδύναμη.

Ωστόσο, μια σειρά από λόγους προσφέρουν στήριξη και αισιοδοξία. **Η τιμή του πετρελαίου παρουσιάζεται ελκυστική, σε σχέση με άλλα εμπορεύματα (βιομηχανικά κυρίως αλλά και πολύτιμα).** Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα της επόμενης σελίδας, **μια πιθανή περαιτέρω υποχώρηση του δολαρίου** θα καθιστούσε ελκυστικότερη την τιμή του πετρελαίου.

Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη για το πετρέλαιο, καθώς παρά τις εκτιμήσεις για πλεόνασμα προσφοράς, εμφανίζεται ελκυστικό θεμελιωδώς

Σχέση τιμής πετρελαίου & USD



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι χώρες του G7 που είχαν απελευθερώσει στρατηγικά αποθέματα προκειμένου να σταθεροποιήσουν τις τιμές **αναμένεται να προχωρήσουν σε αγορές σε περίπτωση περαιτέρω υποχώρησης της τιμής.**

Βραχυπρόθεσμα, ο OPEC+ αναμένεται να σταματήσει το α' τρίμηνο τις σταδιακές αυξήσεις στην παραγωγή που είχε στοχεύσει σε όλο το 2025. Μεσοπρόθεσμα, ανακοίνωσε ότι θα δημιουργήσει ένα μηχανισμό, ο οποίος θα εξετάζει την βιώσιμη παραγωγική δυνατότητα κάθε χώρας μέλους. Με βάση τα αποτελέσματα της μελέτης αυτής που αναμένεται να ολοκληρωθεί μέχρι το γ' τρίμηνο του 2026 θα προκύψουν και οι στόχοι για την παραγωγή του 2027.

Οι ανάγκες ενέργειας για data centers και για όλες τις εφαρμογές της τεχνητής νοημοσύνης, αν και η φιλοδοξία είναι να προέλθουν από ανανεώσιμες πηγές, αναμένονται να ενισχύσουν και τη ζήτηση για πετρέλαιο. Παράλληλα, η Fed και η ΕΚΤ αύξησαν τις εκτιμήσεις τους για τον ρυθμό ανάπτυξης τον επόμενο χρόνο, καταδεικνύοντας ότι η ζήτηση παραμένει ισχυρή.

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 βρίσκεται σημαντικά υψηλότερα από την τρέχουσα.**

Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας για την τιμή του πετρελαίου.

6.2 Χρυσός:

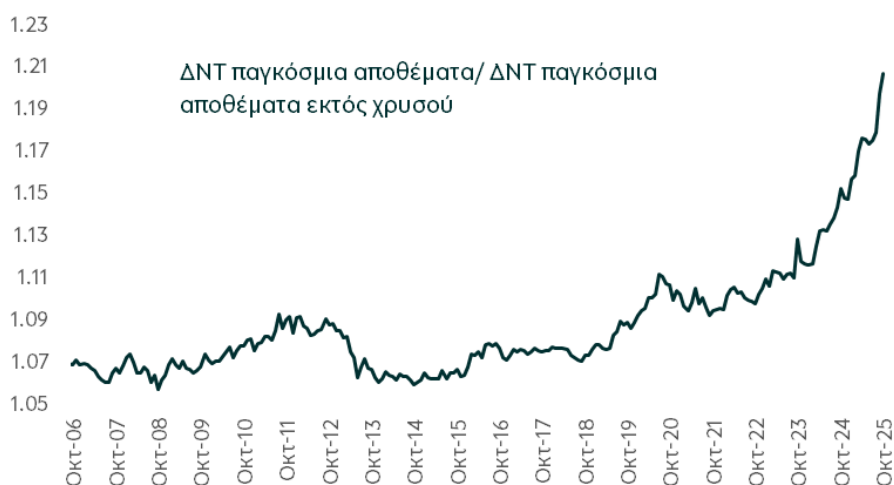
Η «Αποδολαριοποίηση» διατηρεί την ανοδική δυναμική

Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τον χρυσό, καθώς παρά τις συνεχιζόμενες αγορές από Κεντρικές Τράπεζες, η τιμή έχει προεξοφλήσει αρκετά θετικά σενάρια στα τρέχοντα επίπεδα

Η τιμή του χρυσού το δ' τρίμηνο κατέγραψε **νέο ιστορικό ρεκόρ** (\$4,550/ ουγγιά) και προσέφερε τα υψηλότερα ετήσια κέρδη (64,6%) από το 1979. **Οι συνεχιζόμενες αγορές από Κεντρικές Τράπεζες, οι οποίες θέλουν να διαφοροποιήσουν τα αποθέματά τους, το σύνθετο γεωπολιτικό περιβάλλον και οι προσδοκίες για μειώσεις επιτοκίων από την Fed** είναι οι κύριοι λόγοι της ανόδου.

Η τάση των Κεντρικών Τραπεζών **να αγοράζουν συστηματικά χρυσό για να προστατευθούν από τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου αλλά και για να διαφοροποιήσουν τα αποθέματά τους (αποδολαριοποίηση)** εντάθηκε τον Απρίλιο λόγω του εμπορικού πολέμου και συνεχίζεται **ακόμα** ασκώντας ανοδικές πιέσεις στο πολύτιμο μέταλλο. Μεγάλη πλειοψηφία των επενδυτών αυτών, αγοράζουν χρυσό με σκοπό την διακράτηση για τους προαναφερθέντες λόγους και αυτός είναι πιθανά ένας από τους λόγους που δεν έχουν προχωρήσει σε κατοχύρωση κερδών. Σύμφωνα με δημοσιεύματα και εκτιμήσεις της αγοράς, αγοραστές χρυσού εμφανίζονται φορείς ή θεσμικοί οι οποίοι δεν υποχρεώνονται να δηλώσουν τις κινήσεις τους, όπως π.χ. ο στρατός της Κίνας ή το sovereign wealth funds ή άλλοι θεσμικοί, οι οποίοι συντηρούν την ανοδική δυναμική. Αυτό εξηγεί εν μέρει και την δυσκολία στην ποσοτικοποίηση των παραμέτρων αυτών στα οικονομικά μοντέλα, των οποίων η απόσταση της θεωρητικής με την πραγματική τιμή του χρυσού παραμένει. **Ορισμένοι επενδυτές αγοράζουν χρυσό, ως προστασία όχι πλέον από την πιθανότητα ύφεσης αλλά από μια πιθανή απογοήτευση από την θεματική του ΑΙ ως αντιστάθμιση.** Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα, ο λόγος των αποθεμάτων των χωρών του IMF συμπεριλαμβανομένου του χρυσού

Συνολικά Αποθέματα χωρών IMF / Αποθέματα εκτός Χρυσού



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ως προς τα αποθέματα εκτός χρυσού έχει αυξηθεί σημαντικά καταδεικνύοντας το ενδιαφέρον για το πολύτιμο μέταλλο. **Οι αγορές ETF συνεχίζονται** και διαμορφώνονται σε υψηλά από το 2022 και σε συνδυασμό με τις εκτιμήσεις για αποδυνάμωση του δολαρίου στηρίζουν την τιμή. Οι καθαρές θέσεις αγοράς χρυσού στην προθεσμιακή αγορά ωστόσο δεν συμμερίζονται την ίδια αισιοδοξία με την τιμή spot, καθώς το τελευταίο διάστημα ο ρυθμός αύξησης του δεν συνδυάζεται με την εκθετική αύξηση του πολύτιμου μετάλλου.

Παράλληλα, **οι ανησυχίες για την ανεξαρτησία της Fed, αλλά για την δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ**, ιδιαίτερα σε περίπτωση που το Ανώτατο Δικαστήριο ακυρώσει τους δασμούς (και κατά συνέπεια και τα έσοδα από αυτούς) στρέφουν τους επενδυτές στην ασφάλεια του χρυσού.

Ωστόσο, μια σειρά από λόγους ενδεχομένως δείχνουν ότι οι αποδόσεις του 2025 για τον χρυσό είναι δύσκολο να επαναληφθούν. Αν υπάρξει ειρηνευτική συμφωνία στην Ουκρανία, αυτό **θα μειώσει ένα μεγάλο μέρος του γεωπολιτικού premium**, ιδιαίτερα στην περίπτωση που υπάρξει διευθέτηση και των αποθεμάτων χρυσού της Ρωσίας που είχαν κατασχεθεί. Η κίνηση αυτή το 2022 είχε πυροδοτήσει αγορές χρυσού από Κεντρικές Τράπεζες πολλών αναδυόμενων χωρών και κινήσεις επαναπατρισμού. Παράλληλα, αν και πολλοί επενδυτές αγόρασαν χρυσό για να προστατευθούν σε περίπτωση που οι προσδοκίες για την δυναμική του ΑΙ δεν επαληθευτούν, μια ματιά σε προηγούμενα επεισόδια διόρθωσης (Covid, άνοδος πληθωρισμού, liberation day) δείχνει ότι **και η τιμή του χρυσού διορθώνει βραχυπρόθεσμα, καθώς οι επενδυτές ρευστοποιούν τις κερδοφόρες θέσεις τους για να καλύψουν απώλειες από άλλες κατηγορίες.**

Συμπερασματικά, διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας για την τιμή του χρυσού.

Μετοχές

ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς παρά τις απαιτητικές αποτιμήσεις, η συνέχιση της οικονομικής ανάπτυξης δύο ταχυτήτων, η προσδοκία μειώσεων από την Fed και η ευνοϊκή φορολογική πολιτική αναμένεται να στηρίξουν τις μετοχές. Σε κλαδικό επίπεδο προτιμούμε τους κλάδους επικοινωνιών, τραπεζών, κοινής ωφέλειας, υγείας και μικρών επιχειρήσεων (small caps).
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ, καθώς η αβεβαιότητα για την οικονομία παραμένει. Η κερδοφορία των εταιριών εξαρτάται από την πορεία των μακροοικονομικών στοιχείων της ΕΖ, την ενίσχυση των οικονομιών της Γερμανίας και Γαλλίας και την ισχυροποίηση του ευρώ έναντι του δολαρίου.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς η οριακή ανάπτυξη σε συνδυασμό με τις επιπτώσεις των δασμών και την περιοριστική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας θα επηρεάσουν τα κέρδη των εταιριών.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την Ουδέτερη άποψή μας. Η διατήρηση της παγκόσμιας ανάπτυξης σε ικανοποιητικά επίπεδα, η πτώση του δολαρίου και οι αναμενόμενες μειώσεις των επιτοκίων στις ΗΠΑ επιδρούν θετικά στις μετοχές. Στην Κίνα οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν, ωστόσο ο ικανοποιητικός ρυθμός ανόδου σε συνδυασμό με τις χαμηλές αποτιμήσεις και οι προοπτικές του κλάδου της τεχνολογίας μπορούν να στηρίξουν τις μετοχικές αγορές.

Ομόλογα

Κρατικά ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας, καθώς παρά τις αναμενόμενες μειώσεις επιτοκίων από την Fed, η δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ παραμένει εύθραυστη και διατηρούνται τα ρίσκα για ανοδικές εκπλήξεις στον πληθωρισμό.
Κρατικά Ευρωζώνης	Ήπια Θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη, καθώς παρά την στάση αναμονής από την ΕΚΤ, θεωρούμε ότι μακροχρόνια τα επιτόκια στην Ευρωζώνη θα ισορροπήσουν χαμηλότερα και τα ρίσκα απογοήτευσης από το δημοσιονομικό πακέτο της Γερμανίας είναι υψηλά.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Μεταβάλλουμε σε ήπια αρνητική την άποψή μας, καθώς θεωρούμε ότι λόγω των αυξημένων προγραμματισμένων εκδόσεων ομολόγων για την θεματική του ΑΙ, τα spreads αναμένεται να διευρυνθούν από τα πολυετή χαμηλά επίπεδα που βρίσκονται.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ, καθώς θεωρούμε ότι στα πολυετή χαμηλά επίπεδα που βρίσκονται δεν αντικατοπτρίζονται οι κίνδυνοι για τους εκδότες (επιπτώσεις εμπορικού πολέμου, πιθανή περαιτέρω αποδυνάμωση της αγοράς εργασίας κ.α).
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς θεωρούμε ότι η θεωρητική τιμή των spreads δεν απέχει σημαντικά από τα τρέχοντα επίπεδα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς τα spreads παραμένουν χαμηλά και έχουν προεξοφλήσει εμπροσθοβαρώς και έντονα τα πιθανά θετικά οφέλη από την δημοσιονομική επέκταση της Γερμανίας.

Συνάλλαγμα

EURUSD	Ουδέτερη	Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε ουδέτερη από ήπια θετική, καθώς παρά τις διαρθρωτικές αδυναμίες του δολαρίου, οι μη προεξοφλημένοι κίνδυνοι στην Ευρωζώνη μας καθιστούν επιφυλακτικούς. Ο 12μηνος στόχος για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου τοποθετείται στο 1,18 με εύρος διακύμανσης (1,14-1,22).
USDJPY	Ήπια Αρνητική	Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε αρνητική από ήπια αρνητική, θεωρώντας ότι η μεταβλητότητα στην αγορά συναλλάγματος θα αυξηθεί και το γιεν θα ενδυναμωθεί στο πλαίσιο ευρύτερης αδυναμίας δολαρίου. Σε ορίζοντα έτους αναμένουμε μια κίνηση προς το 142 με ετήσιο εύρος το 142-158, καθώς το γιεν παραμένει το πιο υποτιμημένο από τα βασικά νομίσματα.
EURGBP	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας, καθώς τόσο η Ευρωζώνη όσο και το Ηνωμένο Βασίλειο αναμένεται να έχουν ήπια ανάπτυξη το 2026. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται σε 0,8460-0,8900 με ετήσιο στόχο για το 2026 το 0,8600.

Εμπορεύματα

Χρυσός	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς παρά τις συνεχιζόμενες αγορές από τις Κεντρικές Τράπεζες, η τιμή είναι ευάλωτη σε απώλεια του γεωπολιτικού premium (πιθανή συμφωνία στην Ουκρανία) και έχει προεξοφλήσει αρκετά θετικά σενάρια.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας. Αν και η τιμή του πετρελαίου παραμένει ελκυστική θεμελιωδώς και σε σχέση με άλλα εμπορεύματα, οι επενδυτές εστιάζουν στην απώλεια του γεωπολιτικού premium και στο αναμενόμενο πλεόνασμα προσφοράς .

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
2022			3,6	8,4	3,9	51,4	102,3	-20,6
2023			0,4	5,5	5,0	49,8	96,2	-16,0
2024			0,9	2,4	2,9	50,1	95,7	-12,6
2025			;	2,1	2,4	51,0	95,6	-13,3
2023	Q1	0,0	1,3	8,0	5,5	52,0	98,9	-18,2
	Q2	0,2	0,6	6,2	5,5	52,3	97,0	-15,5
	Q3	0,0	0,1	4,9	5,1	47,5	94,2	-15,0
	Q4	0,1	0,2	2,7	3,7	47,2	94,6	-15,3
2024	Q1	0,3	0,5	2,6	3,1	49,1	95,6	-14,0
	Q2	0,2	0,5	2,5	2,8	51,6	96,0	-12,8
	Q3	0,4	1,0	2,2	2,8	50,3	96,1	-11,6
	Q4	0,4	1,3	2,2	2,7	49,3	95,1	-11,9
2025	Q1	0,6	1,6	2,3	2,6	50,4	95,5	-12,6
	Q2	0,1	1,6	2,0	2,4	50,4	94,4	-14,3
	Q3	0,3	1,4	2,1	2,3	51,0	95,7	-13,6
	Q4	:	:	2,1	2,4	52,3	96,9	-12,8
Ιουλ-25				2,0	2,3	50,9	95,8	-13,4
Αυγ-25				2,0	2,3	51,0	95,5	-14,0
Σεπ-25				2,2	2,4	51,2	95,7	-13,4
Οκτ-25				2,1	2,4	52,5	96,9	-12,5
Νοε-25				2,1	2,4	52,8	97,1	-12,8
Δεκ-25				2,0	2,3	51,5	96,7	-13,1

*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
2022	6,8	-345,5	-335,1		1,8		1,1	5,8
2023	6,6	50,6	57,0		-1,7		-1,9	0,5
2024	6,4	166,1	170,5		-3,0		1,3	2,1
2025	;	143,5	144,6		;		;	:
2023 Q1	6,6	-10,8	-12,1	0,0	1,1	-0,4	-2,7	2,5
Q2	6,5	2,0	4,8	-0,8	-0,4	-0,1	-2,0	0,9
Q3	6,6	23,6	20,2	-2,9	-3,6	-0,4	-2,2	-0,9
Q4	6,6	35,8	44,0	0,1	-3,6	0,3	-0,6	-0,6
2024 Q1	6,5	56,2	54,1	-1,2	-4,7	0,3	0,0	0,4
Q2	6,4	43,7	45,7	-0,1	-4,0	0,1	0,3	1,7
Q3	6,3	37,6	34,5	-0,4	-1,8	1,4	2,1	2,8
Q4	6,2	28,7	36,1	0,0	-1,7	0,4	2,3	3,6
2025 Q1	6,4	60,6	59,1	2,1	1,5	0,5	2,4	3,8
Q2	6,4	33,6	34,2	-0,4	1,3	0,8	3,0	3,8
Q3	6,4	35,2	32,9	-0,1	1,5	0,2	1,9	3,0
Q4	:	:	:	:	:	:	:	:
Ιουλ-25	6,4	7,1	13,6	0,6	1,9	0,0	2,6	3,3
Αυγ-25	6,4	10,2	0,9	-1,0	1,2	-0,1	1,8	2,9
Σεπ-25	6,4	18,0	18,4	0,2	1,2	0,2	1,2	2,8
Οκτ-25	6,4	14,0	18,4	0,8	2,0	0,3	1,9	2,8
Νοε-25	6,3	:	:	:	:	0,2	2,3	3,0
Δεκ-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) **
2022			2,5	3,7	380	8,0	6,5	5,3
2023			2,9	3,6	216	4,1	3,8	4,2
2024			2,8	4,0	168	2,9	2,6	2,9
2025			;	4,3	49	;	;	;
2023	Q1	2,9	2,3	3,5	278	5,8	5,0	4,9
	Q2	2,5	2,8	3,5	233	4,0	3,9	4,6
	Q3	4,7	3,2	3,6	154	3,5	3,4	3,9
	Q4	3,4	3,4	3,8	199	3,2	2,9	3,3
2024	Q1	0,8	2,9	3,8	196	3,3	2,8	3,1
	Q2	3,6	3,1	4,0	133	3,2	2,7	2,8
	Q3	3,3	2,8	4,2	133	2,6	2,4	2,8
-	Q4	1,9	2,4	4,1	209	2,7	2,6	3,0
2025	Q1	-0,6	2	4,1	111	2,7	2,6	2,8
	Q2	3,8	2,1	4,2	55	2,5	2,4	2,7
	Q3	4,3	2,3	4,3	51	2,9	2,7	2,9
	Q4	;	;	4,5	-22	;	;	;
Ιουλ-25				4,3	72	2,7	2,6	2,9
Αυγ-25				4,3	-26	2,9	2,7	2,9
Σεπ-25				4,4	108	3,0	2,8	2,8
Οκτ-25				0,0	-173	;	;	;
Νοε-25				4,5	56	2,7	;	;
Δεκ-25				4,4	50	;	;	;

* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

**PCE-food & energy

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	
2022		53,5	56,1	59,0	-77,0	1,7	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	-0,7	3,0	44,8
2025		48,9	51,7	57,6	;	;	;	37,1
2023	Q1	47,0	53,4	64,6	-65,5	-0,2	5,1	40,3
	Q2	46,5	52,5	62,3	-67,4	-0,3	1,6	50,0
	Q3	47,8	53,4	69,6	-60,8	-0,1	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	-0,9	3,0	47,7
	Q2	48,5	50,8	71,5	-73,8	0,0	2,2	46,3
	Q3	47,3	52,5	68,1	-77,1	-0,7	2,3	40,3
	Q4	48,2	54,1	72,1	-83,7	-1,0	4,5	45,0
2025	Q1	50,1	52,4	64,5	-128,5	1,0	3,3	42,7
	Q2	48,7	50,8	55,0	-63,3	0,3	4,1	35,3
	Q3	48,6	50,7	58,3	-59,4	1,6	4,5	32,3
	Q4	48,3	53,1	52,5	;	;	;	38,0
Ιουλ-25		48,0	50,1	61,7	-74,4	1,9	4,5	33,0
Αυγ-25		48,7	52,0	58,2	-55,6	1,1	3,5	32,0
Σεπ-25		49,1	50,0	55,1	-48,1	1,8	5,6	32,0
Οκτ-25		48,7	52,4	53,6	-29,4	2,0	3,8	37,0
Νοε-25		48,2	52,6	51,0	;	2,8	;	38,0
Δεκ-25		47,9	54,4	52,9	;	;	;	39,0

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 - 1ο Τρίμηνο 2026» 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**