

Επενδυτική Στρατηγική

2ο Τρίμηνο 2026

Οικονομική Ανάλυση και
Επενδυτική Στρατηγική

Αξιολογώντας επενδυτικές επιλογές
εν μέσω γεωπολιτικής αβεβαιότητας





Η «Επενδυτική Στρατηγική – 2ο Τρίμηνο 2026» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-strategiki/ependytiki-stratigiki>



- 01 Αναζητώντας σταθερά σημεία αναφοράς εν μέσω γεωπολιτικής αβεβαιότητας
- 02 Η Αμερική λιγότερη εκτεθειμένη στο ενεργειακό σοκ
- 03 Το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο και οι Ενδιάμεσες Εκλογές Είναι το Bitcoin ψηφιακός χρυσός;
- 04 Ένα σύνθετο πλέγμα παραγόντων επιδρά στις μετοχές
- 05 Πληθωρισμός και ανάπτυξη ασκούν αντίρροπες δυνάμεις στα ομόλογα
- 06 Υψηλή μεταβλητότητα για τις τιμές εμπορευμάτων Το πετρελαϊκό σοκ, αλλά και η οικονομία, ενδυναμώνουν το \$
- 07 Σύνοψη Επενδυτικών Απόψεων
- 08 Επενδυτικές Αποδόσεις & Μακροοικονομικοί Δείκτες

Αναζητώντας σταθερά σημεία αναφοράς εν μέσω γεωπολιτικής αβεβαιότητας

Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον:
Οικονομία και Αγορές στην «Εποχή της Αβεβαιότητας»

Η εξελισσόμενη στρατιωτική παρέμβαση Τραμπ στο Ιράν- σε πλήρη αντίθεση με τις προεκλογικές δεσμεύσεις εναντίον οποιασδήποτε εμπλοκής των ΗΠΑ σε πολεμικές συρράξεις και ενάντια στο δόγμα «Μονρό» που φάνηκε να ασπάζεται ο πρόεδρος Τραμπ μετά την αμερικανική επέμβαση στη Βενεζουέλα σύμφωνα με το οποίο η ηγεμονία των ΗΠΑ εστιάζεται στην Αμερικανική ήπειρο - ανοίγει για άλλη μια φορά το Κουτί της Πανδώρας στο παγκόσμιο γεωπολιτικό σκηνικό, οδηγώντας οικονομία και αγορές σε νέα υψηλά επίπεδα αβεβαιότητας και ρίσκου. **Η χάραξη ασφαλούς πορείας σε αυτή την «εποχή της Αβεβαιότητας» καθίσταται δυνατή μόνο μέσω της αναζήτησης σταθερών σημείων αναφοράς στον οικονομικό και επενδυτικό ορίζοντα. Πιο συγκεκριμένα:**

Δεν πρέπει να ξεχνάμε ότι οι περισσότερες παγκόσμιες γεωπολιτικές κρίσεις έχουν αποδειχθεί εξαιρετικά βραχύβιες και μόνο τρεις στο απώτερο παρελθόν (το 1973, 1979 και 1990) οδήγησαν σε **στασιμοπληθωριστικά φαινόμενα**. Όσον αφορά την οικονομία των ΗΠΑ, οι επιπτώσεις του ενεργειακού σοκ μετριάζονται από το γεγονός ότι οι ΗΠΑ αποτελούν βασικό παραγωγό και εξαγωγέα πετρελαίου και φυσικού αερίου. Ταυτόχρονα πρόκειται για μια κλειστή οικονομία, με περιορισμένη εξάρτηση από το διεθνές εμπόριο. Επιπρόσθετα στις ΗΠΑ, το βασικό οικονομικό αφήγημα της προ-Ιράν σύρραξης παραμένει σε ισχύ. Η αμερικανική οικονομία εξακολουθεί να αναπτύσσεται με ρυθμούς 2%-2,5% υποστηριζόμενη από τις ευεργετικές διατάξεις του πρόσφατου («πανέμορφου» κατά τον Τραμπ) φορολογικού νόμου, την ευέλικτη νομισματική πολιτική, τις καταναλωτικές δαπάνες των εύπορων νοικοκυριών και των -σχετιζόμενων με το AI-οικοσύστημα - επενδύσεων. **Συνεπώς η εξελισσόμενη σύρραξη αναμένουμε να επηρεάσει οριακά και μόνο την οικονομική δυναμική των ΗΠΑ.**

Η Ευρωζώνη από την άλλη πλευρά παραμένει πολύ πιο εύθραυστη καθώς παρουσιάζει σημαντική εξάρτηση από εισαγόμενη ενέργεια και ταυτόχρονα είναι μια εξαιρετικά ανοιχτή οικονομία με σημαντικό τμήμα της ανάπτυξης της να βασίζεται στο εμπόριο και τις εξαγωγές. Επιπλέον, ακόμα και πριν την Ιρανική σύρραξη, η οικονομία της Ευρωζώνης κατέγραφε υποτονικούς ρυθμούς οικονομικής δραστηριότητας τους πρώτους μήνες του 2026, με τους πρόδρομους δείκτες να αποτελούν μοναδική πηγή αισιοδοξίας για το 2ο εξάμηνο του έτους. Εάν λοιπόν η άνοδος της αβεβαιότητας και του κόστους ενέργειας έχουν ως συνέπεια την υπονόμευση των

Εισαγωγή

θετικών αυτών προοπτικών, τότε η πιθανότητα στασιμοπληθωριστικών φαινομένων στην Ευρωζώνη αυξάνεται σημαντικά.

Νομισματική Πολιτική:
Σενάριο 2011 για την ΕΚΤ

Υπό το πρίσμα των ανωτέρω, καθοριστικός θα είναι ο ρόλος των κεντρικών τραπεζών. Οι αντιδράσεις των δυο κεντρικών τραπεζών Fed και ΕΚΤ στις αναδυόμενες πληθωριστικές πιέσεις αναμένουμε να προσδιοριστούν από 2 βασικούς παράγοντες. Πρώτος παράγοντας είναι ο διαφορετικός βαθμός ευαλωτότητας της κάθε οικονομίας στην αύξηση των τιμών ενέργειας. Παράλληλα, σημαντικό ρόλο αναμένουμε να διαδραματίσει η προδιάθεση και προίσορτία της κάθε κεντρικής τράπεζας αναφορικά με το ειδικό βάρος που αποδίδει στην στήριξη της ανάπτυξης έναντι της επίτευξης του στόχου της σταθερότητας των τιμών.

Στις ΗΠΑ ο πληθωρισμός, ακόμα και πριν τα πρόσφατα γεγονότα, είχε διαμορφωθεί στο 3%-υψηλότερα του στόχου της Fed για 2%. Ταυτόχρονα, όπως προαναφέραμε, η οικονομία παρουσιάζει θετική δυναμική, ενώ είναι σχετικά προφυλαγμένη από τις πιέσεις των τιμών ενέργειας. Θεωρητικά λοιπόν η Fed θα έπρεπε να εμφανίζει μια προδιάθεση για σύσφιξη της νομισματικής της πολιτικής. Ωστόσο, ιστορικά η Fed έχει εκδηλώσει πολύ μεγαλύτερη ευαισθησία στην στήριξη της οικονομίας παρά στην επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού. Συνεπώς πιστεύουμε ότι η Fed θα διατηρήσει την προδιάθεση της για περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων προς το τέλος του έτους, σε συνδυασμό φυσικά με το πέρας ή τουλάχιστον την ύφεση της πολεμικής σύρραξης.

Στον αντίποδα, η ΕΚΤ, βάση των μακροοικονομικών δεδομένων (αλλά και του πληθωρισμού που έχει ήδη υποχωρήσει κάτω του στόχου του 2%) θα αναμενόταν να υιοθετήσει μια πιο ευέλικτη και διευκολυντική νομισματική πολιτική. Ωστόσο ιστορικά έχει καταγραφεί ένας υψηλός βαθμός ευαισθησίας της ΕΚΤ στις απρόσμενες αυξήσεις των τιμών ενέργειας. Ενδεικτικά αναφέρουμε το παράδειγμα του 2011 όπου εν μέσω παγκόσμιας και πανευρωπαϊκής οικονομικής κρίσης, η ΕΚΤ αύξησε σωρευτικά το παρεμβατικό επιτόκιο κατά 50 μ.β. (τον Απρίλιο και Ιούνιο) λόγω αύξησης των τιμών πετρελαίου που προκλήθηκε από την κατάρρευση του καθεστώτος στη Λιβύη, μόνο και μόνο για να αντιστρέψει την κίνηση αυτή το Νοέμβριο και Δεκέμβριο του ίδιου έτους. Κατ' αντιστοιχία είναι πολύ πιθανό η ΕΚΤ να αυξήσει τα παρεμβατικά επιτόκια του Ευρώ σε κάποια από τις επόμενες συνεδριάσεις έως τον Ιούνιο μόνο και μόνο για να αναγκαστεί να αντιστρέψει την κίνηση αυτή τους επόμενους 6 μήνες.

Από την (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές και Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Από την (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές
Αρνητική αλληλεπίδραση αγορών και εκλογών

Παρά την θετική μας άποψη για την πορεία των ΗΠΑ, διατηρούμε ουδέτερη άποψη για την πορεία των αμερικανικών μετοχών. Ένας λόγος είναι φυσικά η αυξημένη αβεβαιότητα της τρέχουσας περιόδου. Ένας δεύτερος είναι η κρίση των private credit funds, δηλαδή των επενδύσεων απευθείας δανεισμού επιχειρήσεων. Ωστόσο, η βασική μας επιφύλαξη – όπως αναλύουμε στο 3ο κεφάλαιο της παρούσας επενδυτικής μας έκθεσης- εδράζεται στο γεγονός ότι τις χρονιές ενδιάμεσων εκλογών (mid-term elections) στις ΗΠΑ, οι αμερικανικές μετοχές συστηματικά υποαποδίδουν έναντι των υπολοίπων ετών της εκάστοτε κυβερνητικής θητείας. Η στρατηγική μας λοιπόν συνίσταται στο να αναμένουμε μια διόρθωση των αποτιμήσεων των αμερικανικών αγορών τους επόμενους 3 με 6 μήνες και στη συνέχεια να αναθεωρήσουμε την άποψή μας επί τα βελτίω. Σε επιμέρους τοποθετήσεις εξακολουθούμε να βλέπουμε θετικά τις μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης (small caps) καθώς και τους κλάδους των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, των Τραπεζών, της Κοινής Ωφελείας και της Υγείας.

Αντίθετα, ορμώμενοι από την ανάλυση του μακροοικονομικού περιβάλλοντος, **παραμένουμε επιφυλακτικοί στις μετοχές της Ευρωζώνης** καθώς πιστεύουμε ότι οι προσδοκίες για βελτίωση της κερδοφορίας των ευρωπαϊκών εισηγμένων επιχειρήσεων είναι πολύ πιθανόν να διαψευστούν. Από κλαδικές επιλογές έχουμε θετική στάση για τις Υπηρεσίες Επικοινωνίας, της Κοινής Ωφελείας, των Ακινήτων, της Τεχνολογίας και της Υγείας. Παράλληλα, και στην Ευρωζώνη πιστεύουμε ότι οι μετοχές μικρής κεφαλαιοποίησης παρουσιάζουν θετικές προοπτικές και αναμένουμε βελτίωση του μακροοικονομικού σκηνικού για να τις επανεξετάσουμε.

Συνεχίζουμε να διατηρούμε ουδέτερη άποψη για τα αμερικανικά ομόλογα καθώς αναμένουμε ο πληθωρισμός να μην αποκλιμακωθεί τόσο γρήγορα όσο τιμολογεί η πλειοψηφία των αναλυτών και καθώς τα ρίσκα της αύξησης του δημόσιου χρέους δεν έχουν τιμολογηθεί επαρκώς στα ομόλογα μακρινής διάρκειας. **Αντίθετα διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης** καθώς αναμένουμε σε βάθος χρόνου υποχώρηση των αποδόσεών τους (και άρα άνοδο της τιμής τους). Τέλος, **αναβαθμίζουμε την άποψη μας για τα ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα επενδυτικής βαθμίδας** καθώς πιστεύουμε ότι μετά την πρόσφατη άνοδο των spreads πλέον προσφέρουν αξία, ενώ παράλληλα **αναθεωρούμε αρνητικά την άποψη μας για τα εταιρικά ομόλογα χαμηλής διαβάθμισης** εξαιτίας του αυξημένου περιβάλλοντος κινδύνου και

της πρόθεσής μας να κρατήσουμε τη συνολική άποψή μας για τα εταιρικά ομόλογα σταθερή.

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας
Η «Αχλή του Πολέμου»

Αποτελεί φυσικά κοινοτυπία να αναδείξουμε την αβεβαιότητα αναφορικά με την ένταση και τη διάρκεια της σύρραξης στον Περσικό Κόλπο ως το βασικότερο παράγοντα ρίσκου για την οικονομία και τις αγορές. Τυχόν παρατεταμένη παραμονή του πετρελαίου πάνω από το «ψυχολογικό» επίπεδο των 100δολ/βαρέλι θα έχει επιπτώσεις ακόμα και στις καλύτερα προφυλαγμένες οικονομίες του κόσμου, οδηγώντας σε ένα γενικευμένο «στασιμοπληθωριστικό» καθεστώς.

Ο λόγος που αγορές και επενδυτές απεύχονται το σενάριο αυτό είναι γιατί σε περιόδους στασιμοπληθωρισμού η θετική συσχέτιση ανάπτυξης και πληθωρισμού μεταβάλλεται σε αρνητική με συνέπεια οι αποτιμήσεις των δυο βασικών επενδυτικών επιλογών δηλαδή ομολόγων και μετοχών, να κινούνται ταυτόχρονα πτωτικά εξασθενώντας τα οφέλη της διασποράς επενδύσεων ακόμα και στα πιο καλά διαφοροποιημένα χαρτοφυλάκια.

Με βάση τα ιστορικά δεδομένα, μόνο οι τοποθετήσεις σε εμπορεύματα δύναται να προσφέρουν κάποιοι είδους αντιστάθμιση κινδύνου. Ωστόσο, η πρόσφατη εμπειρία έχει δείξει ότι ο χρυσός τα τελευταία χρόνια συμπεριφέρεται περισσότερο ως χρηματιστηριακό προϊόν με απρόβλεπτη (σε σχέση με τις ιστορικές νόρμες) συμπεριφορά και λιγότερο ως ασφαλές καταφύγιο. Τέλος, και η απευθείας έκθεση σε πετρέλαιο είναι εξαιρετικά ριψοκίνδυνη καθώς η μεταβλητότητα της τιμής του πετρελαίου αυξάνει την πιθανότητα απότομης πτώσης της τιμής του σε περίπτωση ομαλοποίησης της ναυσιπλοΐας στην περιοχή των στενών του Ορμούζ.

Ηλίας Λεγκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Η Αμερική λιγότερη εκτεθειμένη στο ενεργειακό σοκ

Τα διαθέσιμα μακροοικονομικά στοιχεία αυτήν την περίοδο αξιολογούνται με μικρότερη βαρύτητα από τις αγορές, δεδομένου ότι δεν αποτυπώνουν ακόμα τις επιπτώσεις του τρέχοντος σοκ στις τιμές του πετρελαίου. Η κλιμάκωση και η διάρκεια του πολέμου στη Μέση Ανατολή αυξάνει ουσιαστικά την πιθανότητα παρατεταμένων διαταραχών στην παγκόσμια εφοδιαστική αλυσίδα ενέργειας, κάτι που θα μπορούσε να οδηγήσει σε αυξημένες πληθωριστικές πιέσεις (+0,7%) και επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης (-0,4%) το επόμενο 12μηνο, εφόσον οι τιμές του πετρελαίου διατηρηθούν κοντά στα \$100 για μερικές εβδομάδες και υπάρξει σταδιακή ομαλοποίηση εντός του 2026.

Πριν την τρέχουσα σύρραξη στην Μέση Ανατολή οι δείκτες μεταποίησης είχαν αρχίσει να δείχνουν σημάδια κυκλικής ανάκαμψης, ενώ ο πληθωρισμός, παρουσίαζε σαφή τάση αποκλιμάκωσης στις περισσότερες οικονομίες, αν και στις ΗΠΑ παραμένει πιο επίμονος. Οι δείκτες μεταποίησης σε ΗΠΑ, Ασία και η εξέλιξη του πρόδρομου επιχειρηματικού δείκτη PMI στην Ευρωζώνη που εν μέρει αντανάκλα την αισιοδοξία από τη δρομολόγηση των αυξημένων αμυντικών δαπανών, συνέκλιναν σε ένα αφήγημα σταδιακής, συγχρονισμένης ανάκαμψης της παγκόσμιας βιομηχανικής παραγωγής και μιας ήπιας επιτάχυνσης της παγκόσμιας οικονομικής ανάπτυξης.

Στις ΗΠΑ, τα πρόσφατα στοιχεία δείχνουν ανθεκτική οικονομική δραστηριότητα με ρυθμούς ανάπτυξης 2% με 2,5%. Ο δομικός πληθωρισμός PCE παραμένει υψηλός σε σχέση με τον στόχο της Fed, ενώ ο ΔTK (CPI) παρουσιάζει ηπιότερη εικόνα. Η αγορά εργασίας διατηρεί σχετική ισορροπία προσφοράς και ζήτησης. Ωστόσο, οι πολεμικές δαπάνες και τα προβλεπόμενα δασμολογικά έσοδα μετά την απόρριψη των «ανταποδοτικών» δασμών ως αντισυνταγματικών από το Ανώτατο Δικαστήριο και την προσωρινή τους αντικατάστασή τους από χαμηλότερους, δημιουργούν πιέσεις στον προϋπολογισμό. Παρά ταύτα, η χώρα έχει πλεονέκτημα στη διαχείριση ενεργειακών θεμάτων χάρη στην υψηλή εγχώρια παραγωγή πετρελαίου και φυσικού αερίου. Έτσι, στο σενάριο διατήρησης των τιμών πετρελαίου κοντά στα \$100 για μερικές εβδομάδες, η επίπτωση στον πληθωρισμό και την ανάπτυξη αναμένεται να είναι περιορισμένη.

Η οικονομία της Ευρωζώνης το α' τρίμηνο του 2026 κινείται σε τροχιά εύθραυστης ανάπτυξης, με το πραγματικό ΑΕΠ να εκτιμάται κοντά στο 1% και τον πληθωρισμό να παραμένει κοντά στον στόχο της ΕΚΤ. Οι δείκτες οικονομικού κλίματος βελτιώνονται σταδιακά, με ανομοιογένεια μεταξύ κρατών μελών. Ενθαρρυντική είναι και η εξέλιξη των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών PMI που, για πρώτη φορά από τον Ιούνιο του 2022, καταδεικνύουν όλο

επέκταση της δραστηριότητας. Η μεταποίηση ωστόσο εξακολουθεί να εμφανίζεται πιο αδύναμη σε αντίθεση με τις υπηρεσίες που εμφανίζουν ανθεκτικότητα. Η αγορά εργασίας παραμένει ισχυρή, με την ανεργία σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα, στηρίζοντας την κατανάλωση. Ωστόσο, οι υψηλές τιμές πετρελαίου και φυσικού αερίου και ο κίνδυνος νέων εμπορικών εντάσεων— αυξάνει τον κίνδυνο στασιμοπληθωρισμού και περιορίζει την ορατότητα για το β' εξάμηνο. Το συνολικό μακροοικονομικό περιβάλλον παραμένει ευάλωτο, με την ισορροπία ανάμεσα στη συγκράτηση του πληθωρισμού και τη διατήρηση της ανάπτυξης να αποτελεί το βασικό ζητούμενο για την Ευρωζώνη το 2026.

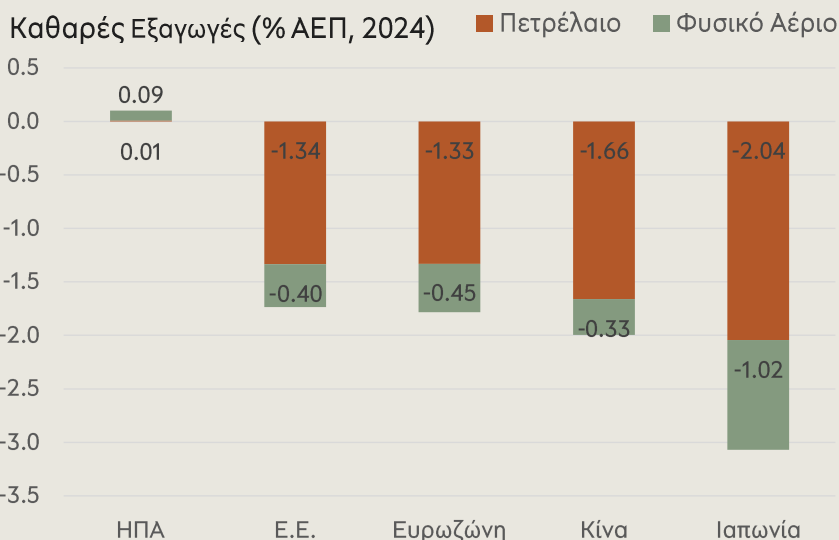
Η ανάπτυξη των αναδυόμενων οικονομιών παραμένει ανθεκτική, εντούτοις είναι εκτεθειμένη στο τρέχον παγκόσμιο γεωπολιτικό σκηνικό, με την ανάπτυξη να σταθεροποιείται σε χαμηλότερα από τον μέσο όρο επίπεδα λόγω της ασθενέστερης δυναμικής στην Ασία, των αυξημένων δημοσιονομικών κινδύνων και δασμών καθώς και της τρέχουσας αστάθειας που αυξάνουν την πιθανότητα αιφνίδιας αποσταθεροποίησης. Ο αντίκτυπος διαφέρει μεταξύ εξαγωγέων και εισαγωγέων ενέργειας, με τους πρώτους να ωφελούνται από τις υψηλότερες τιμές και τους δεύτερους να αντιμετωπίζουν αυξημένες πληθωριστικές πιέσεις και ασθενέστερη ανάπτυξη. Στην Κίνα, τα στοιχεία των δύο πρώτων μηνών δείχνουν συνέχιση της ανάπτυξης με ελαφρά επιτάχυνση, αν και για το έτος αναμένεται χαμηλότερος ρυθμός από το 2025.

Στη φάση αυτή, οι παγκόσμιοι μακροοικονομικοί κίνδυνοι επικεντρώνονται κυρίως στην αναμενόμενη αύξηση των τιμών λόγω της παρατεταμένης σύγκρουσης στη Μέση Ανατολή και λιγότερο στις επιδράσεις στην ανάπτυξη. Κατά συνέπεια, οι αγορές προεξοφλούν σημαντική αυστηροποίηση της νομισματικής πολιτικής.

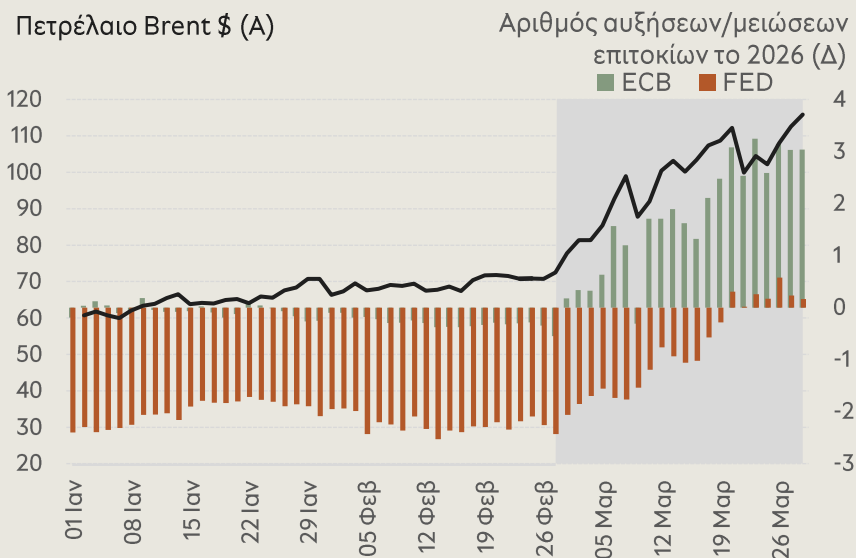
Για την ΕΚΤ, οι τρέχουσες αποτιμήσεις ενσωματώνουν τουλάχιστον τρεις αυξήσεις επιτοκίων εντός του έτους. Εκτιμούμε ότι η ΕΚΤ αφού προχωρήσει σε αύξηση των επιτοκίων σε κάποια από τις επόμενες συνεδριάσεις θα αναγκαστεί να αντιστρέψει αυτή την κίνηση το επόμενο εξάμηνο καθώς ένα σενάριο διατήρησης υψηλών τιμών ενέργειας χωρίς σημαντική επιβάρυνση της οικονομίας είναι σχετικά απίθανο.

Στις ΗΠΑ, η αγορά προεξοφλεί καμία μείωση από 2 με 3 μειώσεις που τιμολογούσε πριν την σύρραξη. Ιστορικά η Fed έχει δώσει μεγαλύτερη ευαισθησία στην στήριξη της οικονομίας παρά στην επίτευξη του στόχου του πληθωρισμού. Εκτιμούμε ότι η Fed θα προχωρήσει σε τουλάχιστον μια μείωση των επιτοκίων εντός του 2026.

Υψηλή εξάρτηση για την Ιαπωνία και την Ευρωζώνη. Η Κίνα επηρεάζεται λιγότερο έντονα από ότι υποδεικνύει η εξάρτησή της, καθώς διαθέτει πολύ υψηλά αποθέματα πετρελαίου.



Οι αγορές προεξοφλούν αυστηρότερη νομισματική πολιτική μετά την άνοδο του πετρελαίου. Περίπου 3 αυξήσεις από την ΕΚΤ (από καμία) και καμία αύξηση από την Fed (από σχεδόν 3 μειώσεις).



Μια παρατεταμένη διατήρηση της τιμής του πετρελαίου πάνω από το «ψυχολογικό» όριο των 100 δολαρίων ανά βαρέλι αναμένεται να επηρεάσει περισσότερο την οικονομία της Ευρωζώνης και της Ιαπωνίας, ενώ η Αμερική θα υποστεί λιγότερες συνέπειες, καθώς είναι σχετικά προστατευμένη από τις αυξήσεις στις τιμές της ενέργειας.

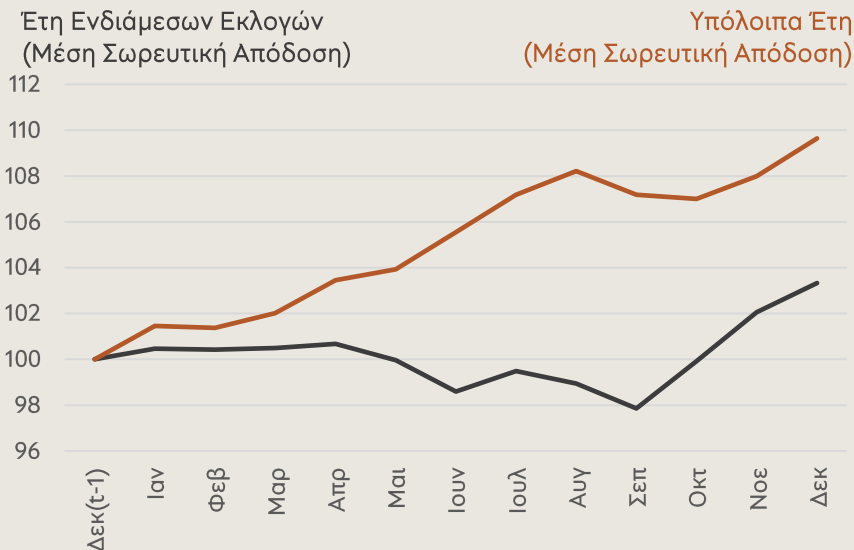
Το Αμερικάνικο Χρηματιστήριο και οι Ενδιάμεσες Εκλογές

Οι μετοχικές αγορές στις ΗΠΑ επηρεάζονται από οικονομικούς κύκλους, εταιρικά κέρδη και γεωπολιτικές εξελίξεις. Ωστόσο, ο πολιτικός κύκλος — και ειδικότερα η επίδραση των ενδιάμεσων εκλογών (midterm elections) στις Ηνωμένες Πολιτείες αποτελεί έναν επιπλέον προσδιοριστικό παράγοντα. Διεξάγοντας μια ιστορική ανάλυση που καλύπτει την περίοδο 1928-2025 καταλήγουμε πως **η πορεία του δείκτη S&P 500 διαφοροποιείται συστηματικά ανάλογα με το αν πρόκειται για midterm ή non-midterm έτος, αναδεικνύοντας ένα σταθερό μοτίβο.**

Πιο συγκεκριμένα, η ανάλυση διαχωρίζει τα έτη σε δυο κατηγορίες: εκείνα στα οποία διεξάγονται midterm εκλογές και εκείνα χωρίς εκλογική διαδικασία. Για κάθε ομάδα, υπολογίζεται μέση απόδοση του δείκτη ξεκινώντας από τον Δεκέμβριο του προηγούμενου έτους (=100). Έτσι, για κάθε μήνα του έτους, προκύπτουν δύο μέσοι όροι: ένας για τα midterm χρόνια και ένας για τα non-midterm χρόνια. **Το συμπέρασμα είναι το πλεονέκτημα των non-midterm ετών, τα οποία εμφανίζουν υψηλότερη μέση ετήσια απόδοση +9,6% έναντι του +3,3% που σημειώνουν τα έτη των εκλογών.** Από την αρχή του

έτους παρατηρείται προβάδισμα των σωρευτικών αποδόσεων των non-midterm ετών με την διαφορά τους σε σχέση με τα midterm έτη να διευρύνεται από την άνοιξη μέχρι και την περίοδο διεξαγωγής των εκλογών. Η τροχιά των μέσων σωρευτικών αποδόσεων που αντιπροσωπεύει τα midterm έτη εμφανίζει πτωτικές πιέσεις τον Ιούνιο (-1,41%) και τον Σεπτέμβριο (-2%) αποτυπώνοντας αυξημένη αβεβαιότητα και επιφυλακτικότητα των επενδυτών. Υπολογίζουμε επίσης κατά μέσο όρο και την μέγιστη πτώση (το χαμηλότερο σημείο σε σχέση με το κλείσιμο του προηγούμενου έτους) που παρατηρείται (ασχέτως μήνα) και που για τα έτη των εκλογών είναι -15% ενώ για τις υπόλοιπες χρονιές υπολογίζεται στο -10%.

Η μελέτη δείχνει ότι η συγκεκριμένη αυτή πολιτική αβεβαιότητα λειτουργεί ως τροχοπέδη στην επενδυτική διάθεση. **Οι ενδιάμεσες εκλογές μπορούν να αλλάξουν τις ισορροπίες στο Κογκρέσο, επηρεάζοντας φορολογικές, ρυθμιστικές και δημοσιονομικές πολιτικές.** Αυτή η ασάφεια ωθεί τους επενδυτές σε πιο συντηρητικές τοποθετήσεις μειώνοντας την δυναμική των αγορών.



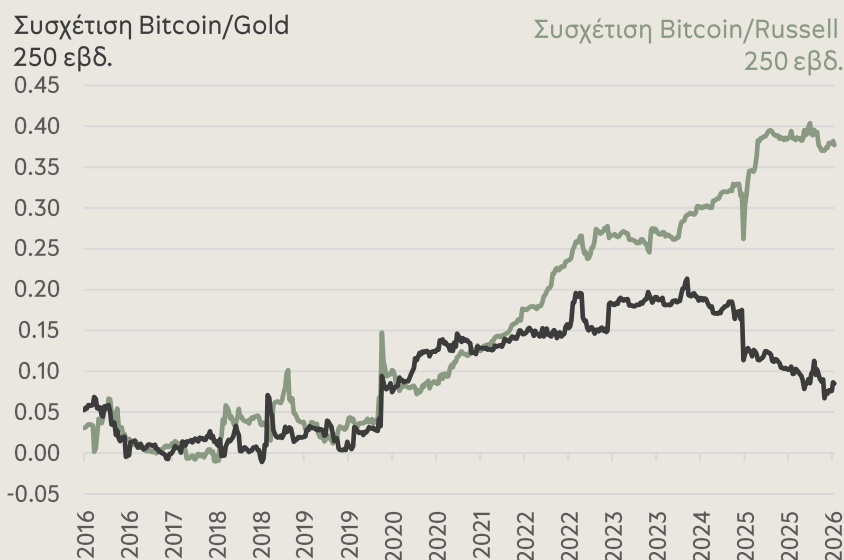
Είναι το Bitcoin ψηφιακός χρυσός;

Λόγω της περιορισμένης προσφοράς και της αποκεντρωμένης αρχιτεκτονικής του το Bitcoin συχνά χαρακτηρίζεται από πολλούς επενδυτές και αναλυτές ως «ψηφιακός χρυσός». Για να ερευνήσουμε την υπόθεση αυτή, εξετάσαμε πώς έχει εξελιχθεί τα τελευταία χρόνια ο βαθμός συσχέτισης 5 ετών του Bitcoin με μια σειρά αξιών: Μετοχικών δεικτών (S&P 500, NASDAQ, μικρής κεφαλαιοποίησης Russell 2000), το spread των εταιρικών ομολόγων υψηλής απόδοσης, τον χρυσό καθώς και με το δολάριο των ΗΠΑ (δείκτης DXY).

Από την ανάλυση προκύπτει πως το Bitcoin έχει μεγαλύτερη συσχέτιση με τις μετοχικές αγορές παρά με τον χρυσό. Η συσχέτισή του με τους μετοχικούς δείκτες είναι θετική και ανοδική. Πιο συγκεκριμένα, η συσχέτιση με τις αποδόσεις του S&P 500 ανέρχεται στο 32% ενώ με το δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης Russell 2000 και τον τεχνολογικό Nasdaq 39% και 34% αντιστοίχως. Η συσχέτιση του Bitcoin με το spread εταιρικών ομολόγων είναι αρνητική στο -30%, γεγονός που υποδηλώνει ότι το Bitcoin τείνει να ενισχύεται όταν τα spreads στενεύουν (δηλαδή όταν το ρίσκο στις αγορές μειώνεται). **Η συσχέτιση με τον χρυσό βρίσκεται μόλις στο 8%.** Τέλος, η σχέση του με το δολάριο είναι ελαφρώς αρνητική (-9%).

Ενδιαφέρον έχει και η εξέλιξη των συσχετίσεων την τελευταία δεκαετία, η συσχέτιση του με τους μετοχικούς δείκτες έχει αυξηθεί αισθητά: από σχεδόν 0% το 2017 στα σημερινά 35%–39%, γεγονός που δείχνει ότι το κρυπτονόμισμα κινείται πλέον παράλληλα με τις μετοχές, ιδιαίτερα σε περιόδους έντονης μεταβλητότητας. Αντίθετα η συσχέτιση με τον χρυσό, αφού αυξήθηκε στο 20% το 2022-2023, (την περίοδο του πληθωριστικού σοκ μετά τον κορονοϊό) έχει πλέον πέσει στο 8%. Κοιτώντας την περίοδο αυτή συνολικά έχουμε εκτιμήσει ότι η σχέση με τις μετοχικές αγορές και το Bitcoin παρουσιάζει χαρακτηριστικά σταθερής και μακροχρόνιας συσχέτισης όπου μια κίνηση των χρηματιστηρίων κατά +/-1% συνδέεται με μια κίνηση του bitcoin κατά 3 με 4% κατά τους επόμενους 4 μήνες.

Τα αποτελέσματα της ανάλυσης αυτής αποκαλύπτουν πως **το Bitcoin έχει εξελιχθεί σε μια αξία που επηρεάζεται ολοένα και περισσότερο από τις γενικότερες συνθήκες ρευστότητας και ρίσκου στις αγορές.** Η συσχέτιση με τους αμερικανικούς μετοχικούς δείκτες έχει ενισχυθεί, ιδιαίτερα με τον τεχνολογικό κλάδο και τις εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης, ενώ η σχέση με τον χρυσό (και το δολάριο) ύστερα από μια σχετική αλλά όχι σημαντική κορύφωση παραμένει αδύναμη, καταρρίπτοντας την θεωρία του «ψηφιακού χρυσού» και του ασφαλούς καταφύγιου.



Ένα σύνθετο πλέγμα παραγόντων, επιδρά στις μετοχές

Οι μετοχικές αγορές βρίσκονται αντιμέτωπες με ένα ασυνήθιστα σύνθετο σύνολο αρνητικών και θετικών παραγόντων, οι οποίοι αυξάνουν την μεταβλητότητα και τη διασπορά αποδόσεων μεταξύ κλάδων και εταιρειών.

Πριν ακόμη από την έναρξη του πολέμου στο Ιράν, η αγορά είχε αρχίσει να ανησυχεί για την επίδραση της τεχνητής νοημοσύνης σε τρεις τομείς: στην αγορά εργασίας, στις ελεύθερες ταμειακές ροές των εταιρειών και στον χώρο του private equity. Σχετικά με την αγορά εργασίας, η ανησυχία δεν αφορά τόσο την άμεση εκτόξευση της ανεργίας, όσο τη σταδιακή υποκατάσταση συγκεκριμένων ρόλων/κλάδων. Η επίδραση της τεχνητής νοημοσύνης (TN) στις ελεύθερες ταμειακές ροές των επιχειρήσεων αποτελεί βραχυπρόθεσμο αρνητικό παράγοντα. Παρότι η τεχνολογία υπόσχεται μακροπρόθεσμα οφέλη, η υιοθέτησή της προϋποθέτει σημαντικό αρχικό επενδυτικό κόστος. Σε ένα περιβάλλον υψηλότερων επιτοκίων, αυτές οι εμπροσθοβαρείς επενδύσεις αποτελούν παράγοντα ανησυχίας. Οι πιέσεις επεκτείνονται στον χώρο του Private equity/debt. Το αυξημένο κόστος κεφαλαίου δυσχεραίνει την αναχρηματοδότηση, μειώνει την κάλυψη τόκων και καθυστερεί IPOs και M&A, παρατείνοντας τους κύκλους επένδυσης, ενισχύοντας τον πιστωτικό κίνδυνο.

Παράλληλα, οι γεωπολιτικοί κίνδυνοι, με επίκεντρο τον πόλεμο στο Ιράν και τη γενικότερη αποσταθεροποίηση στη Μέση Ανατολή, λειτουργούν ως δυνητικός καταλύτης ενεργειακού και πληθωριστικού σοκ. Για τις μετοχές, αυτό μεταφράζεται σε πιθανές πτωτικές αναθεωρήσεις στην κερδοφορία αλλά και υψηλότερο επιτόκιο προεξόφλησης με πίεση στις αποτιμήσεις, ιδιαίτερα στο παρόν περιβάλλον υψηλών επενδύσεων που συνδέονται με την TN.

Οι παράγοντες αυτοί παράλληλα με τις σχετικά υψηλές αποτιμήσεις είναι πιθανόν να οδηγήσουν σε μια άνοδο της μεταβλητότητας ιδίως με την προοπτική και των ενδιάμεσων εκλογών στις ΗΠΑ όπου ιστορικά παρατηρείται υψηλότερη μεταβλητότητα (Ειδικό Θέμα σελίδα 8). Λαμβάνοντας υπόψη μας όμως την συνολικότερη εικόνα της οικονομίας και της κερδοφορίας θεωρούμε ότι οι όποιες πιέσεις θα είναι παροδικές. Κεντρικός θετικός καταλύτης παραμένει η μακροπρόθεσμη υπόσχεση της TN για αύξηση της παραγωγικότητας. Η αυτοματοποίηση διαδικασιών, η ταχύτερη καινοτομία και η μείωση κόστους μπορούν, σε βάθος χρόνου, να ενισχύσουν τα περιθώρια κέρδους και να οδηγήσουν σε ισχυρότερες και πιο βιώσιμες ταμειακές ροές για τις επιχειρήσεις. Τα

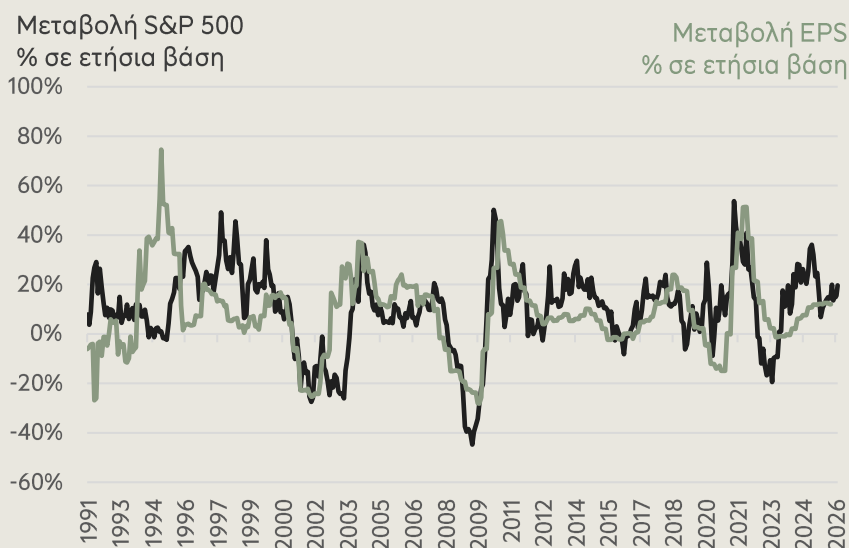
σχέδια για σημαντική επέκταση των επενδύσεων (οι οποίες περιλαμβάνουν την κατασκευή κέντρων δεδομένων, διακομιστές και μικροτσιπ βελτιστοποιημένα για TN, εξοπλισμό δικτύων, παραγωγή ενέργειας και προηγμένα συστήματα ψύξης) εκτιμώνται, διεθνώς, πάνω από 6 τρισεκατομμύρια δολάρια για την περίοδο 2026-2030. Το μέγεθος αυτό είναι τέτοιο που αναμένεται να στηρίξει την αμερικανική αλλά και τη διεθνή οικονομία και να οδηγήσει σε αύξηση της παραγωγικότητας ανάλογη με εκείνη της περιόδου 1994-2000. Συνεχίζοντας την σύγκριση με αυτή την περίοδο, ενώ σε σχέση με τις αποτιμήσεις του S&P 500 ίσως να βρισκόμαστε προς το τέλος του 1998, σε σχέση με την πορεία της παραγωγικότητας και των επενδύσεων είμαστε πιο κοντά στο 1996.

Πέρα όμως από αυτή τη δυναμική το 2026, η οικονομία των ΗΠΑ αναμένεται να αναπτυχθεί μεταξύ 2%-2,5% με την παγκόσμια ανάπτυξη να εκτιμάται στο εύρος 2,5-3% με το κάτω μέρος του εύρους να περιλαμβάνει το αποτέλεσμα του πολέμου. Παράλληλα, οι προσδοκίες των αναλυτών για την κερδοφορία είναι κοντά στο 17% για ΗΠΑ 13% για την Ευρωζώνη, 10% για την Ιαπωνία ενώ για τις αναδυόμενες αγορές οι προσδοκίες είναι στο 35%. Ενσωματώνοντας τις προσδοκίες αυτές οι αποτιμήσεις (λόγος τιμής/κέρδη) παραμένουν υψηλά για τις ΗΠΑ στο 20, με 15 για την Ευρωζώνη, 17 στην Ιαπωνία και 12 για τις αναδυόμενες αγορές. Συνεχίζουμε να προτιμούμε τις αναδυόμενες αγορές έναντι της Ευρώπης και της Ιαπωνίας, τόσο λόγω των αποτιμήσεων, αλλά και λόγω της ανοδικής δυναμικής της κερδοφορίας. Παράλληλα στο στάδιο αυτό, ακόμα και μια σχετική ενδυνάμωση του δολαρίου δεν εκτιμούμε ότι θα αποτελέσει σημαντικό εμπόδιο.

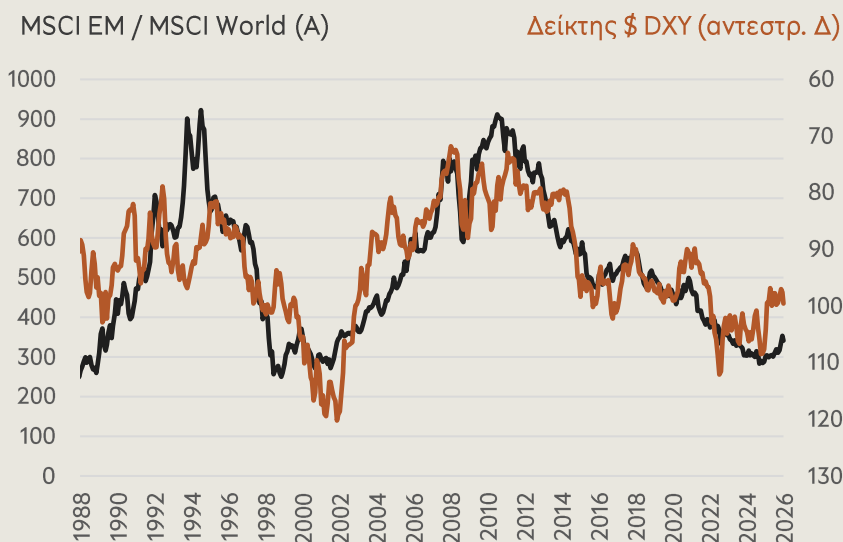
Στις ΗΠΑ διατηρούμε την θετική μας στάση στους κλάδους των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, των Τραπεζών, της Κοινής Ωφέλειας, της Υγείας καθώς και για τις εταιρίες μικρής κεφαλαιοποίησης Small Cap.

Στην Ευρωζώνη διατηρούμε την θετική μας στάση στους κλάδους των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, της Κοινής Ωφέλειας, των Ακινήτων και της Τεχνολογίας, ενώ προχωρούμε σε κατοχύρωση κερδών στον κλάδο των Τραπεζών, και τον αντικαθιστούμε με τον αμυντικό κλάδο της Υγείας που ιστορικά υπεραποδίδει σε περιβάλλον παρατεταμένης αβεβαιότητας και διαπραγματεύεται με λογικές αποτιμήσεις (P/E 15x).

Ο πόλεμος στο Ιράν οδηγεί σε μία αποκλιμάκωση των αποτιμήσεων. Τελικά οι μετοχές θα στηριχτούν από την ανοδική τάση της κερδοφορίας.



Μια υποτίμηση του δολαρίου κατά 1% μεταφράζεται σε υπεραπόδοση περίπου 2,5% των Αναδυόμενων Αγορών μέσα στους επόμενους 15–26 μήνες. Στα παρόντα επίπεδα τιμών έναντι των ανεπτυγμένων, οι αναδυόμενες έχουν προεξοφλήσει μια αναπάντεχη ανατίμηση του δολαρίου.



Συνεχίζουμε να προτιμούμε τις αναδυόμενες αγορές έναντι της Ευρώπης και της Ιαπωνίας, τόσο λόγω των αποτιμήσεων, αλλά και λόγω της ανοδικής δυναμικής της κερδοφορίας.

Πληθωρισμός και ανάπτυξη ασκούν αντίρροπες δυνάμεις στα ομόλογα

Ο πόλεμος στο Ιράν βρίσκει την οικονομία των ΗΠΑ με υψηλό ονομαστικό ρυθμό ανάπτυξης και επίμονες πληθωριστικές πιέσεις. Παράλληλα, οι ανησυχίες για το δημοσιονομικό έλλειμμα και το χρέος διατηρούνται. Ενδιαφέρον αποτελεί το γεγονός ότι σε επίπεδα άνω του 4,5% της αμερικανικής 10ετίας, οι ανησυχίες της αγοράς μεταφέρονται στο αν μπορεί η οικονομία των ΗΠΑ να αντέξει για αρκετό χρονικό διάστημα τέτοια επίπεδα επιτοκίων και αυξάνεται η μεταβλητότητα. Οι προσδοκίες για την κίνηση του πληθωρισμού βραχυπρόθεσμα και για τις κινήσεις των Κεντρικών Τραπεζών μεταβλήθηκαν σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο. Για τις ΗΠΑ, από το σημείο που η αγορά τιμολογούσε δύο μειώσεις επιτοκίων το 2026, πλέον με μικρή πιθανότητα εκτιμά ότι η κίνηση της Fed θα είναι αύξηση επιτοκίων μέχρι τον Σεπτέμβριο, παρά την αλλαγή του Προέδρου της Fed τον Μάιο, για τον οποίο είχαν καλλιεργηθεί προσδοκίες για μείωση επιτοκίων. Σύμφωνα με δηλώσεις του νυν Προέδρου της Fed οι πληθωριστικές πιέσεις λόγω δασμών αναμένεται να κορυφωθούν το α' εξάμηνο του 2026, ενώ η διάρκεια του πολέμου θα κρίνει τις επιπτώσεις στον πληθωρισμό και στην αγορά εργασίας. Όπως αναφέραμε και προηγουμένως, αναμένουμε ότι η Fed τελικά θα παραμένει σε προδιάθεση για μείωση των επιτοκίων. **Συμπερασματικά διατηρούμε ουδέτερη άποψη για τα αμερικανικά ομόλογα, καθώς παρατηρούμε ότι οι αποδόσεις εδώ και αρκετό διάστημα διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης, το οποίο θα χρειαστεί κάποιο ισχυρό δεδομένο για να διασπαστεί.** Παρακολουθούμε την διάρκεια και τις επιπτώσεις του πολέμου τόσο στον πληθωρισμό όσο και στην ανάπτυξη και πιθανόν να μεταβάλλουμε την άποψή μας.

Στην Ευρωζώνη, λόγω και της μεγαλύτερης ενεργειακής εξάρτησής της, το ρίσκο του στασιμοπληθωρισμού (χαμηλοί ρυθμοί ανάπτυξης – υψηλός πληθωρισμός) είναι μεγαλύτερο. Η αγορά τιμολογεί όπως και στην Fed αύξηση των επιτοκίων κατά 25 μ.β. στη σύσκεψη στα τέλη Απριλίου με πιθανότητα 51%. Οι αποδόσεις των γερμανικών 10ετών ομολόγων οδηγήθηκαν σε υψηλό (3,13%) από το 2011. Αν και αναγνωρίζουμε ότι βραχυπρόθεσμα ο πληθωρισμός αναμένεται να ανέβει στην Ευρωζώνη (με διαφορετικό ρυθμό σε κάθε κράτος μέλος ανάλογα με τον βαθμό ενεργειακής εξάρτησης), εκτιμούμε ότι αυτό θα έχει σύντομη διάρκεια και δεν θα επαναληφθεί το σενάριο του 2022. Το 2022 η βάση εκκίνησης ήταν σχεδόν μηδενικά επιτόκια, υψηλή μεταπανδημική ζήτηση, προβλήματα στην

εφοδιαστική αλυσίδα και αρκετά υψηλότερες τιμές φυσικού αερίου. Παράλληλα, παραμένουν οι επιφυλάξεις μας για την δυναμική της ανάπτυξης στην Ευρωζώνη, γεγονός το οποίο πιθανά να επαναφέρει τις συζητήσεις για την νομισματική πολιτική αυξάνοντας το πολιτικό ρίσκο. **Συνεπώς διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη.** Το ρίσκο για την στρατηγική μας είναι ένας παρατεταμένος πόλεμος, ο οποίος θα οδηγήσει σε εκτίναξη των τιμών ενέργειας, γεγονός που σε συνδυασμό με τα χαμηλά ποσοστά επάρκειας φυσικού αερίου θα οδηγήσει σε σημαντικά διατηρήσιμη άνοδο του πληθωρισμού.

Η υψηλότερη μεταβλητότητα στην αγορά ομολόγων και μετοχών, οι ανησυχίες για το private credit και οι αυξημένες εκδόσεις ομολόγων για Τεχνητή Νοημοσύνη (TN) οδήγησαν σε διεύρυνση των spreads των εταιρικών ομολόγων τόσο στα IG όσο και στα HY, σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη, τα οποία είχαν βρεθεί σε πολυετή χαμηλά. Ταυτόχρονα παρατηρήθηκε άνοδος και στα CDS ορισμένων εκδοτών αντικατοπτρίζοντας την αυξημένη ανησυχία για την χρηματοδότηση και την αποδοτικότητα των επενδύσεων. **Παραμένουμε ήπια αρνητικοί για τα IG και HY ομόλογα ΗΠΑ εκτιμώντας ότι υπάρχουν περαιτέρω περιθώρια διεύρυνσης.**

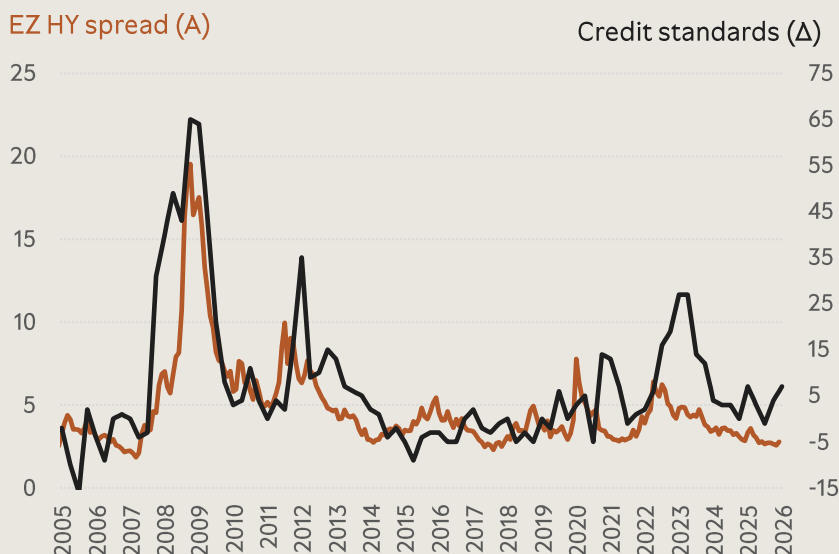
Παρόμοια ανοδική πορεία κατέγραψαν και τα spreads των ευρωπαϊκών IG και HY. Στα HY ομόλογα Ευρωζώνης τα οποία έχουν χαμηλότερο duration από τα IG μεταβάλλουμε την άποψή μας από ήπια αρνητική σε αρνητική, καθώς αναμένουμε διεύρυνση των spreads. Ο δείκτης EBITDA/ Interest expense βρίσκεται σε χαμηλά (4,7x) 5 ετών και οι εκδότες HY είναι σε δυσμενέστερη θέση στο να αντιμετωπίσουν το αυξημένο ενεργειακό κόστος του πολέμου στο Ιράν.

Μεταβάλλουμε την άποψή μας για τα ευρωπαϊκά IG από ουδέτερη σε ήπια θετική, καθώς βλέπουμε ότι μετά την προσωρινή αύξηση των επιτοκίων θα υπάρξει μείωση (flattening της καμπύλης) και δεν επιθυμούμε να αλλάξουμε την έκθεσή μας σε εταιρικά ομόλογα. Παράλληλα και οι ισολογισμοί των IG εκδοτών προς το παρόν εμφανίζονται ανθεκτικοί. Ο δείκτης FCF / Total Debt (ελεύθερες ταμειακές ροές/ Συνολικό χρέος) των IG Ευρωζώνης εκτός των χρηματοοικονομικών βρίσκεται σε υψηλό από το 2022. Σύμφωνα με το μοντέλο μας, το οποίο λαμβάνει υπόψη και τα πιστωτικά κριτήρια (credit standards) η δίκαιη τιμή των IG ομολόγων Ευρωζώνης βρίσκεται χαμηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα.

Η ρευστότητα είναι μεγαλύτερη σήμερα από το 2010, όταν η απόδοση του 10ετούς ομολόγου Γερμανίας κυμαινόταν στα ίδια επίπεδα.



Δικαιολογούνται υψηλότερα επίπεδα HY spreads στην Ευρωζώνη.



Σε αυτήν την φάση, σε παγκόσμιο επίπεδο, οι ανησυχίες για αυξημένο δανεισμό αλλά και τον πληθωρισμό, κρατάνε τις αποδόσεις των ομολόγων ψηλά. Θεωρούμε ότι τελικά η τάση αυτή θα αντιστραφεί με επίκεντρο την Ευρωζώνη.

Υψηλή μεταβλητότητα για τις τιμές εμπορευμάτων

Οι τιμές του πετρελαίου σημείωσαν το α' τρίμηνο νέα υψηλά από το 2022, καθώς ο πόλεμος στο Ιράν και οι επιπτώσεις του επηρέασαν ανοδικά την τιμή, όχι μόνο στα συμβόλαια του πρώτου μήνα αλλά και σε διάρκειες μεγαλύτερες των 3 μηνών. Το 6^ο συμβόλαιο Brent έχει ανέλθει στα 93\$/βαρέλι από τα \$69 στα τέλη του Φεβρουαρίου. Η διαφορά σε σχέση με προηγούμενα γεωπολιτικά επεισόδια είναι η αυξημένη μεταβλητότητα, οι επιθέσεις σε ενεργειακές υποδομές του Κόλπου και το ουσιαστικό κλείσιμο των στενών του Ορμούζ. Η απάντηση της Διεθνούς Επιτροπής Ενέργειας είναι και αυτή πρωτόγνωρη με την απελευθέρωση 400 εκατ. βαρελιών και την υπόσχεση για περαιτέρω δράση αν χρειαστεί. Τα θεμελιώδη της αγοράς πετρελαίου και οι συσχετίσεις με το δολάριο και τα επιτόκια στην παρούσα φάση δεν επηρεάζουν την τιμή, καθώς η αγορά εστιάζει στην εξέλιξη του πολέμου. Σημαντικό στοιχείο αποτελεί το πότε θα αποκατασταθεί η ροή ακόμα και σε μια πιθανή λήξη του πολέμου, καθώς πολλές υποδομές έχουν υποστεί σημαντικές ζημιές με αβέβαιο χρόνο επαναλειτουργίας και δυναμικότητας. Ωστόσο, όσο παραμένουν υψηλές οι τιμές πιθανά θα επηρεαστεί αρνητικά και η ζήτηση. **Παραμένουμε ουδέτεροι στην τιμή του πετρελαίου αναμένοντας την έκβαση του πολέμου και περιμένοντας να καταγράψουμε**

τις επιπτώσεις του στην προσφορά, τις ενεργειακές υποδομές και την πιθανή επίπτωση στη ζήτηση.

Η τιμή του χρυσού παρουσίασε αξιοσημείωτη μεταβλητότητα το α' τρίμηνο του 2026. Αρχικά κατέγραψε νέο ιστορικό υψηλό (\$5.595/ουγγιά) στα τέλη Ιανουαρίου, στη συνέχεια όμως διόρθωσε σημαντικά. Ο χρυσός, όπως και σε αντίστοιχα σημαντικά γεγονότα υψηλής αβεβαιότητας στο παρελθόν (κρίση 2008, πανδημία, κύκλος αύξησης επιτοκίων από Fed το 2022) δεν συμπεριφέρεται ως ασφαλές καταφύγιο βραχυπρόθεσμα, καθώς οι επενδυτές σπεύδουν να κατοχυρώσουν τα υψηλά κέρδη από όποια επενδυτική κατηγορία μπορούν. Το γεγονός αυτό, σε συνδυασμό με την ισχυροποίηση του δολαρίου και την άνοδο των αποδόσεων στη λήξη των αμερικανικών κρατικών ομολόγων οδήγησε στη διόρθωση. **Παραμένουμε ουδέτεροι, καθώς το σύνθετο γεωπολιτικό περιβάλλον αναμένεται να διατηρήσει το ενδιαφέρον για τον χρυσό μεσοπρόθεσμα με τις Κεντρικές Τράπεζες να συνεχίζουν να αποτελούν δυναμικούς αγοραστές, ιδιαίτερα μετά την διόρθωση της τιμής.**

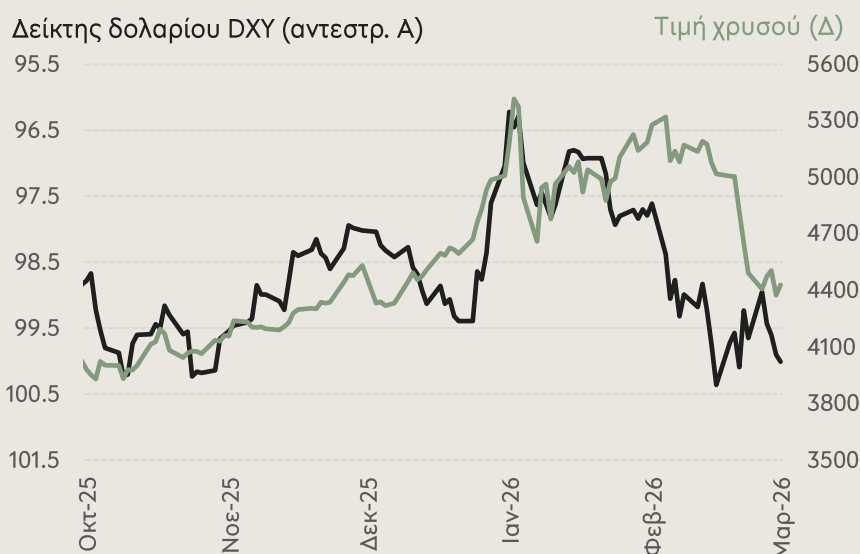
Το πετρελαϊκό σοκ, αλλά και η οικονομία, ενδυναμώνουν το \$

Ο πόλεμος στο Ιράν έρχεται, σε αυτή τη φάση, να αντισταθμίσει τις ανησυχίες για την «αποδολαριοποίηση», οι οποίες ήταν αποτέλεσμα των απρόβλεπτων πολιτικών της κυβέρνησης Τραμπ. Για λόγους που έχουμε ήδη αναφέρει, οι ΗΠΑ βρίσκονται σε σχετικά καλύτερη θέση να αντιμετωπίσουν το πετρελαϊκό σοκ, με αποτέλεσμα μια ευνοϊκότερη σχέση ανάπτυξης-πληθωρισμού τόσο σε σύγκριση με την Ευρωζώνη όσο και με την Ιαπωνία. Παράλληλα, παρατηρούμε μια τάση των επενδυτών να κλείνουν τις θέσεις αγοράς που είχαν έναντι του δολαρίου. Η διαδικασία αυτή έχει ολοκληρωθεί έναντι του γιεν, ωστόσο έναντι του ευρώ παραμένει το ενδεχόμενο περαιτέρω πωλήσεων. **Ετσι, το σοκ αυτό προκαλεί μια άνοδο του δολαρίου, η διάρκεια της οποίας θα είναι ανάλογη με τη διάρκεια του πολέμου και την άνοδο της τιμής του πετρελαίου.** Στο ευρώ πέρα από τον άμεσο αρνητικό αντίκτυπο στην οικονομία, είναι πιθανό, με αφορμή το σοκ αυτό, η αγορά να αρχίσει να εστιάζει σε αρνητικούς παράγοντες που έως τώρα είχαν αγνοηθεί (γαλλικές εκλογές και ευρωπαϊκός εθνικισμός,

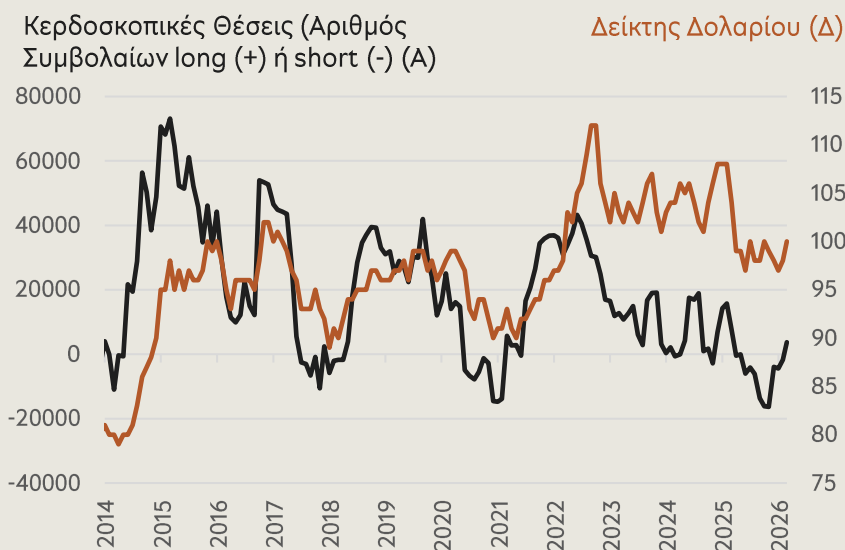
κινεζικός ανταγωνισμός στο διεθνές εμπόριο). Οι παράγοντες αυτοί θα μπορούσαν να οδηγήσουν την ισοτιμία στο 1,1160 μέσα στους επόμενους μήνες. **Από εκεί και πέρα, και καθώς πλησιάζουν οι ενδιάμεσες εκλογές στις ΗΠΑ, είναι πιθανή η επανεκκίνηση της αμφισβήτησης του δολαρίου.** Στο πλαίσιο αυτό, μια ανοδική κίνηση προς το 1,17 σε ορίζοντα 12 μηνών θα ήταν πιθανή.

Η επιδείνωση των όρων εμπορίου λόγω της αύξησης των εισαγόμενων ενεργειακών τιμών και η πιθανή επιθετική νομισματική σύσφιξη ενισχύουν την ανοδική πορεία του USD/JPY, με αυξημένο κίνδυνο παρέμβασης, πιθανώς προς το 162. Η τάση αυτή δεν αναμένουμε ότι θα έχει διάρκεια καθώς το γεν παραμένει σημαντικά υποτιμημένο (λόγω των υψηλών εξωτερικών πλεονασμάτων και της ανόδου των επιτοκίων) και σε ορίζοντα 12 μηνών μια κίνηση προς το 147 είναι πιθανή. Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής στις ΗΠΑ αποτελεί σημαντικό καταλύτη για την ενδυνάμωση του γεν.

Επέστρεψε το τελευταίο διάστημα η αρνητική συσχέτιση δολαρίου και χρυσού.



Τα Hedge Funds έχουν αρχίσει να εξέρχονται των θέσεων πώλησης δολαρίου και να βγαίνουν αγοραστές.



Όταν παρέλθουν οι θετικές για το δολάριο, επιπτώσεις του πετρελαϊκού σοκ αναμένουμε ότι η αγορά θα επανέλθει στην θεματική της αμφισβήτησης του δολαρίου ως παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα.

Κατανομή Επενδύσεων	-	Ουδέτερο	+
Μετοχές			
Κρατικά Ομόλογα			
Εταιρικά Ομόλογα			
Εμπορεύματα			
Μετρητά			
Μετοχές	-	Ουδέτερο	+
ΗΠΑ			
Ευρωζώνης			
Ιαπωνίας			
Αναδυόμενων Αγορών			
Κρατικά Ομόλογα	-	Ουδέτερο	+
ΗΠΑ			
Ευρωζώνης			
Εταιρικά Ομόλογα	-	Ουδέτερο	+
IG ΗΠΑ			
IG Ευρωζώνης			
HY ΗΠΑ			
HY Ευρωζώνης			
Εμπορεύματα	-	Ουδέτερο	+
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.

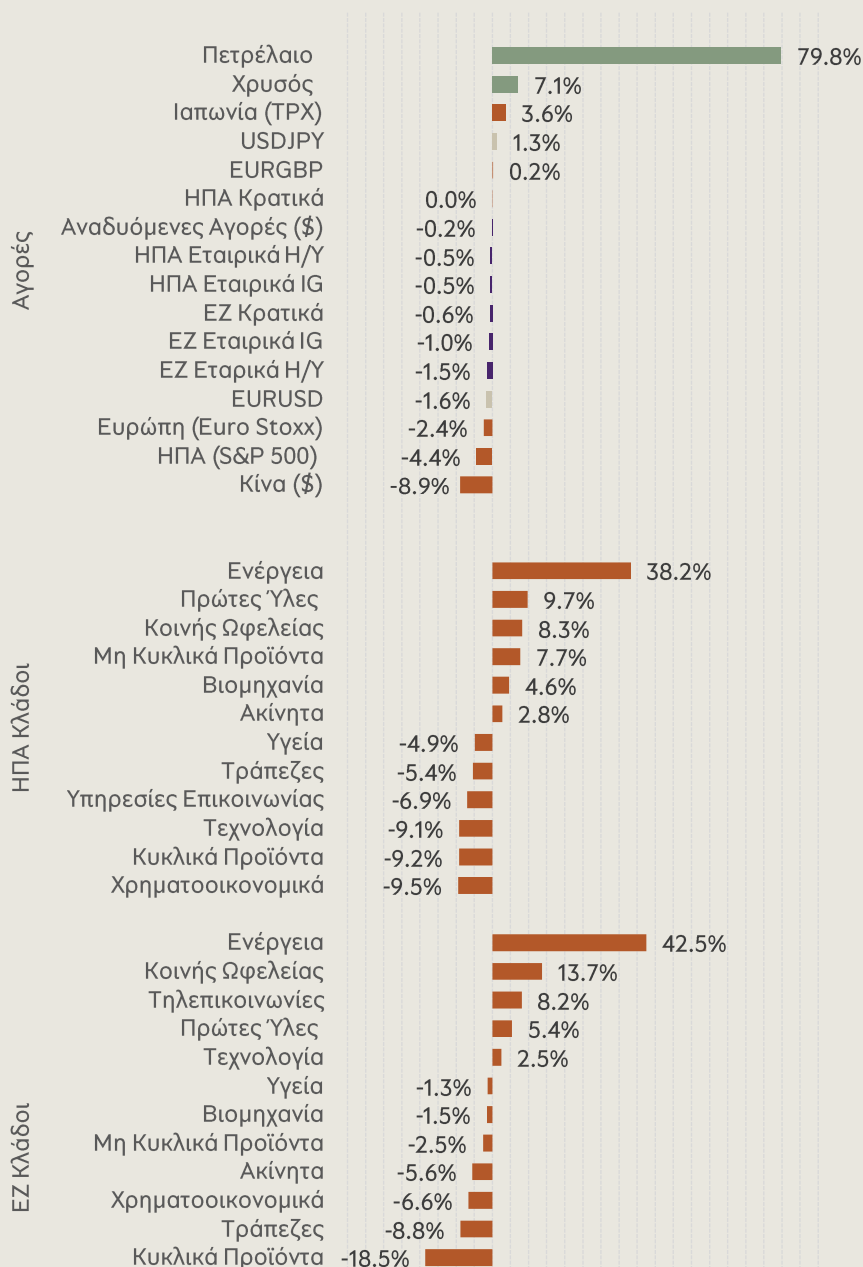
Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς μπορούν να διαφοροποιούνται ανάλογα με τις εκάστοτε συνθήκες της αγοράς.»

Μετοχές		
ΗΠΑ	Ουδέτερη	Παρά την θετική μας άποψη για την πορεία των ΗΠΑ, διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας λόγω αυξημένης αβεβαιότητας, κρίσης των private credit funds και ενδιάμεσων εκλογών στις ΗΠΑ. Σε κλαδικό επίπεδο προτιμούμε τους κλάδους Υπηρεσιών Επικοινωνίας, Τραπεζών, Κοινής Ωφέλειας και Υγείας. Επίσης διατηρούμε θετική στάση στις μικρές επιχειρήσεις.
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ΕΖ, καθώς οι προσδοκίες για βελτίωση της κερδοφορίας των ευρωπαϊκών επιχειρήσεων είναι πολύ αισιόδοξες. Διατηρούμε θετική στάση στους κλάδους των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, της Κοινής Ωφέλειας, των Ακινήτων και της Τεχνολογίας. Μεταβάλλουμε τη στάση μας για τον κλάδο των Τραπεζών από θετική σε ουδέτερη και για τον κλάδο της Υγείας από ουδέτερη σε θετική.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς οι εκτιμήσεις της κερδοφορίας των εταιριών έχουν υποχωρήσει ενώ οι αποτιμήσεις δείχνουν ότι οι ιαπωνικές εταιρίες είναι ακριβότερες από αυτές της Ευρωζώνης.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας. Συνεχίζουμε να προτιμούμε τις αναδυόμενες αγορές έναντι της Ευρώπης και της Ιαπωνίας, τόσο λόγω των αποτιμήσεων, όσο και της ανοδικής δυναμικής της κερδοφορίας. Ακόμα και μια σχετική ενδυνάμωση του δολαρίου δεν εκτιμούμε ότι θα αποτελέσει σημαντικό εμπόδιο.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας, καθώς αναμένουμε ο πληθωρισμός να μην αποκλιμακωθεί τόσο γρήγορα και τα ρίσκα της αύξησης του δημόσιου χρέους δεν έχουν τιμολογηθεί επαρκώς στα ομόλογα μακρινής διάρκειας. Ωστόσο συνεχίζουν και διαπραγματεύονται σε όριο διακύμανσης.
Κρατικά Ευρωζώνης	Ήπια θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη, καθώς αναμένουμε βραχυπρόθεσμα μια αύξηση επιτοκίων από την ΕΚΤ, ωστόσο το περιβάλλον δεν προσομοιάζει στο 2022 προς το παρόν και παραμένουν οι επιφυλάξεις μας για την δυναμική της ανάπτυξης.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς η υψηλότερη μεταβλητότητα, οι ανησυχίες για το private credit και οι αυξημένες εκδόσεις ομολόγων σχετικά με τη θεματική της τεχνητής νοημοσύνης μπορούν να οδηγήσουν σε περαιτέρω διεύρυνση των spreads.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ, εκτιμώντας ότι υφίστανται περαιτέρω περιθώρια διεύρυνσης εν μέσω αβεβαιότητας για τον πόλεμο και τις πολύπλευρες επιπτώσεις του.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΕΖ	Ήπια θετική	Μεταβάλουμε την άποψή μας από ουδέτερη σε ήπια θετική, καθώς εκτιμούμε ότι μετά την προσωρινή αύξηση των επιτοκίων θα υπάρξει μείωση και δεδομένης της κίνησής μας στα ΗΥ δεν επιθυμούμε να μεταβάλλουμε την συνολική μας έκθεση στα εταιρικά ομόλογα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΕΖ	Αρνητική	Μεταβάλουμε την άποψή μας από ήπια αρνητική σε αρνητική, καθώς στο περιβάλλον αβεβαιότητας αναμένουμε διεύρυνση των spreads. Οι εκδότες ΗΥ είναι σε δυσμενέστερη θέση να αντιμετωπίσουν το αυξημένο ενεργειακό κόστος του πολέμου στο Ιράν από τους IG.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Ήπια θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας. Βραχυπρόθεσμα το πετρελαϊκό σοκ θα μπορούσε να οδηγήσει την ισοτιμία στο 1,1160. Όμως η επάνοδος της θεματικής της «αποδολαριοποίησης» αναμένεται να επαναφέρει την ανοδική δυναμική. Ο 12μηνος στόχος για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου τοποθετείται στο 1,17 με εύρος διακύμανσης (1,1160-1,1970).
USDJPY	Αρνητική	Διατηρούμε την αρνητική μας άποψη, θεωρώντας ότι η μεταβλητότητα στην αγορά συναλλάγματος θα αυξηθεί και το γιεν θα ενδυναμωθεί στο πλαίσιο ευρύτερης αδυναμίας δολαρίου. Το πετρελαϊκό σοκ όμως έχει αλλάξει την βραχυπρόθεσμη δυναμική με πιθανό άνω όριο το 162. Σε ορίζοντα έτους αναμένουμε μια κίνηση προς το 147 με ετήσιο εύρος το 147-162.
EURGBP	Ουδέτερη	Καθώς το πετρελαϊκό σοκ πλήττει εντονότερα και νωρίτερα το ΗΒ αναμένουμε μια κίνηση προς τα πάνω στο εύρος 0,8500-0,8950. Στη συνέχεια σε ορίζοντα 4-6 μηνών είναι πιθανό η αγορά να επικεντρωθεί στα διαρθρωτικά προβλήματα ανάπτυξης της ΕΖ πιέζοντας την ισοτιμία. Η θεματική της φυγής από το δολάριο ευνοεί το ευρώ περισσότερο από την στερλίνα (στόχος 12M 0,8750).
Εμπορεύματα		
Χρυσός	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς το σύνθετο γεωπολιτικό περιβάλλον αναμένεται να διατηρήσει το ενδιαφέρον για τον χρυσό μεσοπρόθεσμα, με τις Κεντρικές Τράπεζες να αποτελούν δυνητικούς αγοραστές, ιδιαίτερα μετά τη διόρθωση της τιμής.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, αναμένοντας την έκβαση του πολέμου και εξετάζοντας τις επιπτώσεις του στην προσφορά, τις ενεργειακές υποδομές και τον αντίκτυπο στη ζήτηση.



Αποδόσεις Α' Τριμήνου 2026

- Μετοχές
- Ομόλογα
- Εμπορεύματα
- FX



Ευρωζώνη	2022	2023	2024	2025
Πραγματικό ΑΕΠ (Ετήσια Μεταβολή %)	3.6	0.4	0.9	1.4
Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή %)	1.9	-1.8	-3	1.6
Λιανικές Πωλήσεις (Ετήσια Μεταβολή %)	1.1	-1.8	1.3	2.4
Σύνθετος PMI	51.4	49.8	50.1	51.0
Δείκτης Οικονομικού Κλίματος	102.5	96.3	95.9	95.9
Καταναλωτική Εμπιστοσύνη	-20.6	-16.1	-12.6	-13.4
Συνολικός Πληθωρισμός	8.4	5.5	2.4	2.1
Δομικός Πληθωρισμός	3.9	5.0	2.9	2.4
Ανεργία (%)	6.8	6.6	6.4	6.3

ΗΠΑ	2022	2023	2024	2025
Πραγματικό ΑΕΠ (Ετήσια Μεταβολή %)	2.5	2.9	2.8	2.1
Ανεργία (%)	3.7	3.6	4.0	4.3
Νέες θέσεις εργασίας (SA χιλιάδες)	377.2	209.6	121.6	9.7
Συνολικός Πληθωρισμός	8.0	4.1	2.9	2.6
Price Index PCE (SA)	6.5	3.8	2.6	2.6
Δομικός PCE (SA)	5.3	4.2	2.9	2.8
ISM Μεταποίησης	53.5	47.1	48.2	48.9
Καταναλωτική Εμπιστοσύνη Παν. Μίσιγκαν	59.0	65.4	72.5	57.6
Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή %)	1.7	-0.2	-0.7	1.2
Λιανικές Πωλήσεις (Ετήσια Μεταβολή %)	9.0	3.4	3.0	3.7



Στοιχεία επικοινωνίας

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεκκός Ηλίας	Lekkosi@piraeusbank.gr
Chief Economist	2103288120
Πατίκης Βασίλειος	Patikisv@piraeusbank.gr
Director	2103739178
Παπιώτη Λιάνα	PapiotiE@piraeusbank.gr
Executive Secretary	2103288187

Διεθνής Οικονομία

Παπακώστας Βαλάντης	Papakostasc@piraeusbank.gr
Manager	2163004491
Ρόσικα Δημητρία	RotsikaD@piraeusbank.gr
Senior Manager	2163004494
Στεφάνου Κατερίνα	StefanouA@piraeusbank.gr
Director	2163004522

Επενδυτική Στρατηγική

Γαρέφος Λουκάς	Garefosl@piraeusbank.gr
Senior Officer	2103739182
Διακουμάκου Ευαγγελία	Diakoumakoue@piraeusbank.gr
Senior Manager	2163004528
Σακαρέλης Νίκος	Sakarelisn@piraeusbank.gr
Senior Manager	2103739173

Η «Επενδυτική Στρατηγική – 2^ο Τρίμηνο 2026» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-strategiki/ependytiki-stratigiki>

Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από την υπηρεσία Οικονομικής Ανάλυσης και Επενδυτικής Στρατηγικής της Τράπεζας Πειραιώς (εφ' εξής 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 αναπαραχθεί 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 υπ' όψιν 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 υπ' όψιν τα 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 υπ' όψιν τα 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 υποκείμεται 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 ("οικιακή 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 δίκαιο 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**
Private Banking