

Επενδυτική Στρατηγική

3ο Τρίμηνο 2026

Οικονομική Ανάλυση και
Επενδυτική Στρατηγική

Ισορροπώντας μεταξύ ενεργειακής
κρίσης και δυναμικής της τεχνητής
νοημοσύνης





Η «Επενδυτική Στρατηγική – 3ο Τρίμηνο 2026» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση
<http://piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-strategiki/ependytiki-stratigiki>



- 01 Η Παγκόσμια Οικονομία στον απόηχο της ενεργειακής κρίσης
- 02 Ανακούφιση από την εκεχειρία, αλλά ο πληθωρισμός επιμένει
- 03 Παραγωγικότητα, Τ.Ν. και μετοχικές αποτιμήσεις | Αγορές & Τεχνολογία
- 04 Ισχυρή κερδοφορία αλλά και υπερβολική εξάρτηση από τις προοπτικές της Τεχνητής Νοημοσύνης
- 05 Το μνημόνιο ΗΠΑ-Ιράν αναμένεται να αποκλιμακώσει τις αποδόσεις, αλλά τα ρίσκα ελλοχεύουν
- 06 Η αγορά πετρελαίου θα εστιάσει περισσότερο στα θεμελιώδη | Η ισχυρή οικονομία ωθεί ανοδικά το δολάριο
- 07 Σύνοψη Επενδυτικών Απόψεων
- 08 Επενδυτικές Αποδόσεις & Μακροοικονομικοί Δείκτες

Η Παγκόσμια Οικονομία στον απόηχο της ενεργειακής κρίσης

Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον:

Η Παγκόσμια Οικονομία στον απόηχο της ενεργειακής κρίσης

Προς μεγάλη απογοήτευση όλων όσων προέβλεπαν - με μεγάλη σιγουριά μάλιστα - μακροχρόνιες δυσλειτουργίες σε όλο το πλάτος και το μήκος της παγκόσμιας αλυσίδας παραγωγής, διύλισης και μεταφοράς αργού πετρελαίου, η αποκλιμάκωση των τιμών ενέργειας υπήρξε άμεση και ραγδαία, προτού καν οριστικοποιηθεί η συμφωνία μεταξύ των αντιμαχόμενων πλευρών. **Η άμεση αποκλιμάκωση των τιμών ενέργειας πιστεύουμε ότι θα έχει σημαντικές μακροοικονομικές επιπτώσεις**, καθώς θα αποτρέψει την εμπέδωση πληθωριστικού κλίματος στην παγκόσμια οικονομία, θα περιορίσει την εμφάνιση δευτερογενών επιπτώσεων σε μισθούς και προσδοκίες και εν τέλει θα μας επιτρέψει να επιστρέψουμε στο οικονομικό αφήγημα της προ ενεργειακής κρίσης περιόδου.

Προτού όμως εξετάσουμε τις μελλοντικές εξελίξεις, είναι νομίζω σημαντικό να αξιολογήσουμε τα πρόσφατα γεγονότα και τις μακροχρόνιες επιπτώσεις τους. Κατά την άποψή μου, τα βασικά μαθήματα που μπορούμε να αντλήσουμε από την τρέχουσα συγκυρία είναι τα εξής: Είναι πραγματικά εντυπωσιακό πως η παγκόσμια οικονομία μπορεί να στερηθεί για πάνω από 3 μήνες, το 20% της παγκόσμιας παραγωγής αργού πετρελαίου, μεγάλο μέρος της παγκόσμιας παραγωγής προϊόντων διύλισης, καθώς και φυσικού αερίου, χωρίς ουσιαστικά να καταγράψουν ακραίες οικονομικές επιπτώσεις. Φυσικά εκ των υστέρων, οι παράγοντες που άμβλυναν τις οικονομικές επιπτώσεις ήταν η αύξηση των εξαγωγών των ΗΠΑ, ο μεγάλος περιορισμός των ενεργειακών εισαγωγών της Κίνας και φυσικά η ευρεία διείσδυση των ΑΠΕ στο παγκόσμιο ενεργειακό μείγμα.

Ταυτόχρονα θεωρώ ότι **η τρέχουσα κρίση σηματοδοτεί την κορύφωση της σημασίας των στενών του Ορμούζ** ως παγκόσμιας κόμβου διακίνησης ενέργειας. Η εύρεση εναλλακτικών δρόμων και αγωγών που θα παρακάμπτουν τα στενά του Ορμούζ έχει ήδη ξεκινήσει και στα επόμενα χρόνια ένας μεγάλος αριθμός αγωγών θα μπορεί να μεταφέρει ενεργειακά προϊόντα σε λιμάνια εκτός Περσικού Κόλπου. Όλα τα ανωτέρω, σε συνδυασμό με την αποχώρηση των Ηνωμένων Αραβικών Εμιράτων από τον ΟΠΕΚ+ και της αύξησης παραγωγής πετρελαίου που κατά πάσα πιθανότητα θα επιτραπεί στο Ιράν, οδηγούν στο συμπέρασμα ότι **η προσφορά πετρελαίου θα βαίνει ολοένα αυξανόμενη και λιγότερο αβέβαιη τα επόμενα χρόνια**.

Κλείνοντας την παρένθεση αυτή και επιστρέφοντας στην τρέχουσα οικονομική συγκυρία, βλέπουμε ότι η οικονομία των ΗΠΑ συνεχίζει να κινείται στο μοτίβο των 2 ταχυτήτων. Οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν

άνω του 2%, υποβοηθούμενοι από τις γενικότερες εξελίξεις γύρω από την τεχνητή νοημοσύνη, τις καταναλωτικές δαπάνες του πιο εύπορου τμήματος της αμερικανικής κοινωνίας και τις αυξανόμενες εξαγωγές πετρελαίου και φυσικού αερίου. Στον αντίποδα, η κινητικότητα στην αγορά εργασίας και τα επίπεδα αισιοδοξίας της συντριπτικής πλειοψηφίας των αμερικανικών νοικοκυριών συνεχίζουν να βαίνουν μειούμενα.

Παράλληλα, η οικονομία της ευρωζώνης έχει διαψεύσει τα πιο δυσοίωνα σενάρια. Η ανάπτυξη θα επιβραδυνθεί μεν κοντά στο 0,5%, ωστόσο οι αυξανόμενες δημοσιονομικές δαπάνες (κατά βάση της Γερμανίας) και η σταθερή αγορά εργασίας παρέχουν προστασία έναντι περαιτέρω εξασθένησης.

Νομισματική Πολιτική:

Λιγότερη καθοδήγηση από τη Fed

Ο νέος διοικητής της FED, Κέβιν Γουόρς, άφησε τα παρεμβατικά επιτόκια του δολαρίου σταθερά στο 3,75%, ενώ ταυτόχρονα επιβεβαίωσε τις προσδοκίες των αναλυτών για δραστικό περιορισμό της επικοινωνίας αναφορικά με τις μελλοντικές αποφάσεις της αμερικανικής κεντρικής τράπεζας.

Επιπρόσθετα, σε μια προσπάθεια εμπέδωσης της προσωπικής του αξιοπιστίας και του δικού του αφηγήματος πάνω στις αγορές επικέντρωσε τη ρητορική του υπέρ της ανάγκης καταπολέμησης των υφιστάμενων ανατιμητικών τάσεων και επιστροφής του πληθωρισμού στο στόχο του 2%. Η έμφαση στην καταπολέμηση του πληθωρισμού οδήγησε τις αγορές στην προεξόφληση αυξήσεων επιτοκίων στο κοντινό τμήμα της καμπύλης επιτοκίων και στην ενίσχυση του δολαρίου. Παράλληλα, η υποχώρηση του φόβου για ανορθόδοξη νομισματική πολιτική συνέβαλε στον περιορισμό του ασφαλιστρου κινδύνου στα ομόλογα μεγαλύτερης διάρκειας και κατ' επέκταση στη σταθεροποίηση των μακροχρόνιων επιτοκίων. Δύο σχόλια αναφορικά με την Fed: πρώτον, οι αγορές μπορεί να βιάστηκαν να προεξοφλήσουν άνοδο επιτοκίων. Στην πραγματικότητα, με τη στάση του ο Γουόρς εξασφάλισε τους μέγιστους δυνατούς βαθμούς ελευθερίας. Εάν ο πληθωρισμός το δεύτερο εξάμηνο του 2026 έχει μπει σε πτωτική τροχιά, τότε δεν θα χρειαστεί να αυξήσει τα επιτόκια καθώς η Fed θα επιτυγχάνει το στόχο της. Αντίθετα, εάν ο πληθωρισμός παραμείνει στα τωρινά υψηλά επίπεδα οι δηλώσεις του του επιτρέπουν να προχωρήσει σε αυξήσεις χωρίς να κατηγορηθεί ότι εξέπληξε τις αγορές. Δεύτερον, ο περιορισμός της καθοδήγησης των αγορών αναφορικά με τις μελλοντικές κινήσεις της FED μπορεί να οδηγήσει στην αύξηση της μεταβλητότητας στις αγορές ομολόγων. Ταυτόχρονα όμως θα επιτρέψει στους

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

επενδυτές να εκφράσουν ένα μεγαλύτερο πλουραλισμό απόψεων αναφορικά με τη αναγκαία στάση της νομισματικής πολιτικής στο άμεσο μέλλον. Από την άλλη, η μονοδιάστατη και ίσως λίγο μυωπική στοχοπροσήλωση της ΕΚΤ στον πληθωρισμό την οδήγησε σε αύξηση επιτοκίων κατά 25 μονάδες βάσης τον Ιούνιο, με την αγορά να προεξοφλεί ακόμα μια αύξηση τον Σεπτέμβριο. Παρά τις προσδοκίες αυτές οι αγορές, εκτιμώντας ότι σε μακροχρόνιο ορίζοντα η ευρωπαϊκή ανάπτυξη θα παραμείνει ασθενική, οδήγησαν τις αποδόσεις των μακροχρόνιων ομολόγων σε χαμηλότερα επίπεδα.

Από την (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές

Ένα μόνο αφήγημα στις αγορές:

Τεχνητή Νοημοσύνη

Κατά την άποψή μας, οι μετοχικές αγορές συνεχίζουν να κινούνται στους ρυθμούς της θεματικής της τεχνητής νοημοσύνης και των συνεπειών της. Δεδομένης όμως της εξαιρετικά αυξημένης αβεβαιότητας αναφορικά με τις επιπτώσεις της τεχνητής νοημοσύνης στην οικονομία, την παραγωγικότητα (βλ. ειδικό θέμα), στους επιχειρηματικούς κλάδους και την εταιρική κερδοφορία, οι αγορές συνεχώς μεταβάλλουν τις εκτιμήσεις τους αναφορικά με τους κλάδους και επιχειρήσεις, οι οποίες πρόκειται να καρπωθούν τα οφέλη της νέας αυτής τεχνολογικής/βιομηχανικής επανάστασης. Αρχικά οι προτιμήσεις των επενδυτών ήταν επικεντρωμένες στις επιχειρήσεις τεχνολογίας (Magnificent 7) που ανέπτυσαν τα μεγάλα γλωσσικά μοντέλα και τα θηριώδη data centers που χρειάζονται για την εκπαίδευση και λειτουργία των μοντέλων αυτών. Στη συνέχεια, οι προτιμήσεις στράφηκαν στις επιχειρήσεις που κατασκευάζουν τους απαραίτητους επεξεργαστές και μονάδες μνήμης, οι οποίοι είναι απαραίτητοι για τη λειτουργία των data centers. Η εκτίμησή μας είναι ότι μπορεί σε βάθος χρόνου η τεχνητή νοημοσύνη να συμβάλει καθοριστικά στην οικονομική ανάπτυξη και πρόοδο. Επειδή όμως στη παρούσα συγκυρία δεν είναι καθόλου σίγουρο πώς θα κατανεμηθούν τα οφέλη αυτά ανάμεσα στις εταιρίες που αναπτύσσουν την τεχνητή νοημοσύνη και στους χρήστες αυτής, δηλαδή επιχειρήσεις και νοικοκυριά, οι μετοχικές αγορές αναμένουμε να επιδείξουν ιδιαίτερη μεταβλητότητα και συχνές εναλλαγές κλαδικών προτιμήσεων (sector rotation). Για το λόγο αυτό **διατηρούμε ουδέτερη άποψη για τις μετοχές των ΗΠΑ, με ήπια αρνητική άποψη για τις μετοχές της Ευρωζώνης και της Ιαπωνίας.** Ταυτόχρονα μετακινούμαστε πολύ σταδιακά από growth σε value κλάδους. Εξακολουθούμε να προτιμούμε τις μετοχές των αναδυόμενων αγορών έναντι των υπολοίπων

αγορών (βλ. ειδικό θέμα). Και εδώ οι εξελίξεις συνδέονται με τη θεματική της τεχνητής νοημοσύνης, αλλά με πολύ καλύτερες αποτιμήσεις έναντι αντίστοιχων εταιριών σε ανεπτυγμένες αγορές. **Στις ομολογιακές αγορές εξακολουθούμε να παραμένουμε ουδέτεροι στα αμερικανικά κρατικά ομόλογα.** Δεν θεωρούμε ιδιαίτερα πιθανή την έλευση ενός νέου κύκλου αύξησης των παρεμβατικών επιτοκίων, αλλά στο μακρινό κομμάτι της καμπύλης μας προβληματίζουν α) η πιθανή αύξηση του δημοσιονομικού κινδύνου και β) μια πιθανή θετική συσχέτιση με τα ιαπωνικά μακροχρόνια επιτόκια, τα οποία παρουσιάζουν έντονα αυξητικές τάσεις. Όσον αφορά τα **ευρωπαϊκά κρατικά ομόλογα, αισθανόμαστε ότι η άποψή μας για ανάγκη χαμηλότερων παρεμβατικών επιτοκίων έχει πλήρως δικαιωθεί.** Η πρόσφατη πτωτική πορεία του πληθωρισμού, εάν συνεχιστεί, θα υποχρεώσει ΕΚΤ και αγορές στην αλλαγή άποψης αναφορικά με την πορεία των επιτοκίων από αυξητική, σε σταθερή ή και πτωτική. Συνεπώς διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη για τα κρατικά και θετική για τα εταιρικά ομόλογα της ευρωζώνης, με μόνο κίνδυνο τυχόν θετική συσχέτιση με τα ομόλογα των ΗΠΑ.

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Το τέλος της Διασποράς Κινδύνου

Η διασπορά του ρίσκου (diversification) δεν σχετίζεται μόνο με το πλήθος των επενδύσεων σε ένα χαρτοφυλάκιο, αλλά πρώτα και κύρια με το βαθμό της συσχέτισης των επενδύσεων αυτών. Υπό την οπτική αυτή το επενδυτικό ρίσκο **βαίνει συνεχώς αυξανόμενο, καθώς οι μετοχικές αγορές σε ΗΠΑ, ΕΕ και ΑΑ παρουσιάζουν ολοένα και μεγαλύτερη συσχέτιση μεταξύ τους λόγω της κοινής θεματικής της τεχνητής νοημοσύνης.** Οποιαδήποτε ένδειξη ότι οι αποδόσεις που θα προκύψουν από την εφαρμογή της νέας αυτής τεχνολογίας δεν θα είναι ικανές να δικαιολογήσουν τις τεράστιες επενδύσεις οι οποίες είναι αναγκαίες για τη λειτουργία της ΤΝ, δύναται να οδηγήσουν ταυτόχρονα σε σημαντική διόρθωση όλων των μετοχικών αγορών. Καθώς δε μέρος των επενδύσεων σε υποδομές τεχνητής νοημοσύνης χρηματοδοτήθηκε μέσω έκδοσης εταιρικών ομολόγων και τα ομόλογα αυτά θα επηρεαστούν αρνητικά. Σε ένα τέτοιο ενδεχόμενο **μόνο τα κρατικά ομόλογα, υπό την προϋπόθεση ύπαρξης χαμηλού πληθωρισμού, θα μπορέσουν να προσφέρουν έναν ικανό βαθμό διασποράς του επενδυτικού κινδύνου και σταθερότητας σε ένα επενδυτικό χαρτοφυλάκιο.**

Ηλίας Λεκκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Ανακούφιση από την εκεχειρία, αλλά ο πληθωρισμός επιμένει

Η υπογραφή του μνημονίου κατανόησης μεταξύ των ΗΠΑ και του Ιράν αναπτέρωσε τις ελπίδες ότι ο πόλεμος στη Μέση Ανατολή φθάνει στο τέλος του. Ήδη οι τιμές της ενέργειας έχουν υποχωρήσει απότομα, φθάνοντας στο προ του πολέμου επίπεδό τους και η αβεβαιότητα στις διεθνείς αγορές έχει μειωθεί σημαντικά. Ωστόσο, δεν υπάρχει καμία βεβαιότητα ότι οι προβλέψεις του μνημονίου θα τηρηθούν. Επιπλέον, θα απαιτηθεί αρκετό διάστημα προκειμένου να αποκατασταθούν οι ζημιές που έχουν υποστεί οι ενεργειακές (και όχι μόνο) εγκαταστάσεις των χωρών του Κόλπου και να ομαλοποιηθεί η λειτουργία των διεθνών εφοδιαστικών αλυσίδων.

Στο πλαίσιο αυτό, ακόμη κι αν οι εξελίξεις κινηθούν εντός του αισιόδοξου σεναρίου, η αποκλιμάκωση των πληθωριστικών πιέσεων αναμένεται να είναι σχετικά αργή και σταδιακή. Συνεπώς, **οι κεντρικές τράπεζες βρίσκονται μπροστά στο δίλημμα ως προς το εάν, τότε και κατά πόσο οφείλουν να αυξήσουν τα βασικά επιτόκιά τους.** Ήδη η ΕΚΤ, στη συνεδρίαση της 11/6, τα αύξησε κατά 25 μ.β., το ίδιο έπραξε και η Ττλ λίγες μέρες μετά, ενώ η Fed απέκλεισε πρακτικά το ενδεχόμενο μείωσης, κάτι που μέχρι πρότινος συγκέντρωνε σημαντική πιθανότητα. Μέχρι το τέλος του έτους εκτιμάται ως πολύ πιθανή άλλη μία αύξηση κατά 25 μ.β. των βασικών επιτοκίων της ΕΚΤ και της Ττλ και η πρώτη αύξηση αυτού της Fed.

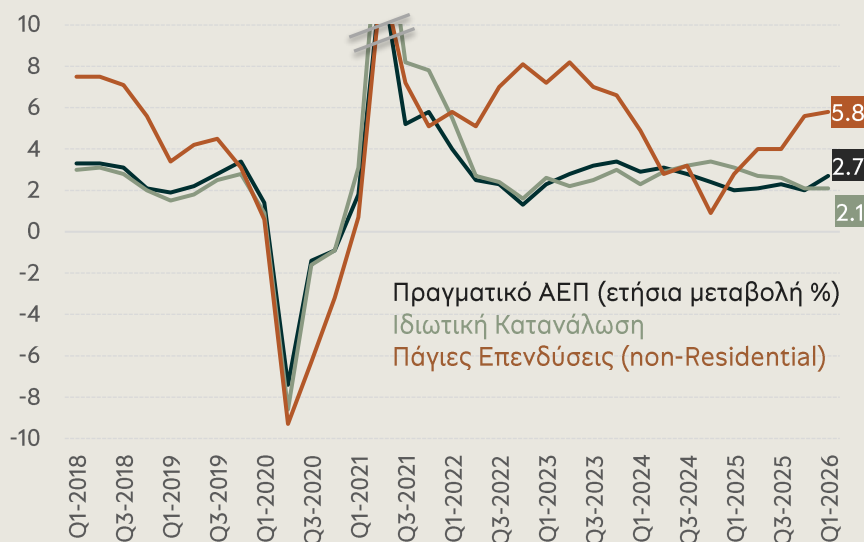
Τα πιο πρόσφατα μακροοικονομικά στοιχεία καταδεικνύουν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα της οικονομικής δραστηριότητας. **Στις ΗΠΑ, ο** ρυθμός ανάπτυξης σε ετήσια βάση προβλέπεται να διατηρηθεί το 2026-27 γύρω στο 2%, όσο ήταν και το 2025 (2,1%). Θετικά συνεχίζουν να επιδρούν οι αυξημένες επενδύσεις (ιδίως στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας) και οι -απρόσμενα- αρκετά καλές συνθήκες στην αγορά εργασίας όπου διατηρείται μία σχετική ισορροπία μεταξύ προσφοράς και ζήτησης. Ωστόσο, ο δομικός πληθωρισμός (βάσει του PCE) διαμορφώνεται αξιοσημείωτα υψηλότερα του στόχου του 2% της Fed (3,4% τον Μάιο), αυξάνοντας το κόστος διαβίωσης και καθιστώντας πιθανή μία αύξηση του βασικού επιτοκίου της Fed κατά 25 μ.β. έως το τέλος του έτους. Από την άλλη, όμως, δεδομένου ότι κατά το α' τρίμηνο η θετική συμβολή της κατανάλωσης στην ανάπτυξη ήταν περιορισμένη, εάν η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού αποδειχθεί ταχύτερη από ό,τι αναμένεται, η υψηλότερη αγοραστική δύναμη των καταναλωτών μπορεί να ωθήσει ανοδικά την κατανάλωση και συνολικά την ανάπτυξη. Τέλος, η διαχείριση του συνεχώς αυξανόμενου δημόσιου χρέους (που ήδη ξεπερνά το 120% του ΑΕΠ) συνιστά σημαντική πρόκληση για τα επόμενα έτη και επιβαρύνεται από τις αυξημένες στρατιωτικές δαπάνες (πολέμου και αντικατάστασης υλικών).

Η Ευρωζώνη, από την άλλη, συνεχίζει να κινείται σε τροχιά εύθραυστης ανάπτυξης. Κατά το Α' τρίμηνο του 2026, το πραγματικό ΑΕΠ συρρικνώθηκε 0,2% σε τριμηνιαία βάση, για πρώτη φορά από το 2022. Εντούτοις, η εξέλιξη αυτή οφείλεται κυρίως στην έντονη συρρίκνωση που εμφάνισε η Ιρλανδία λόγω εκτάκτων παραγόντων. Χωρίς αυτήν, ο τριμηνιαίος ρυθμός ανάπτυξης της Ευρωζώνης διαμορφώθηκε στο 0,3%. Η εγχώρια ζήτηση και ιδίως η εσωτερική κατανάλωση παραμένει ο κύριος αναπτυξιακός μοχλός, υποστηριζόμενη από την ανθεκτικότητα της αγοράς εργασίας και τη βελτίωση των πραγματικών εισοδημάτων. Επίσης, όλο και πιο αισθητή θα γίνεται και η αύξηση στις κρατικές δαπάνες στους τομείς της άμυνας και των υποδομών. Από την άλλη, οι ακαθάριστες επενδύσεις παγίου κεφαλαίου και οι εξαγωγές αντιμετωπίζουν σημαντικές πιέσεις, λόγω των αυξανόμενων προκλήσεων ανταγωνιστικότητας των ευρωπαϊκών προϊόντων, της μειωμένης εξωτερικής ζήτησης, της αύξησης των επιτοκίων και της συμπίεσης των περιθωρίων κέρδους. Συνολικά για το 2026, ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να επιβραδυνθεί στο 0,6% και να ενισχυθεί το 2027 στο 1,2%. Ωστόσο, κρίσιμο παράγοντα αποτελεί η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού καθώς θα προσδιορίσει το μέγεθος της αύξησης των επιτοκίων της ΕΚΤ και την αγοραστική δύναμη των καταναλωτών. Σημειώνεται ότι τον Μάιο ο γενικός πληθωρισμός είχε διαμορφωθεί στο 3,2%.

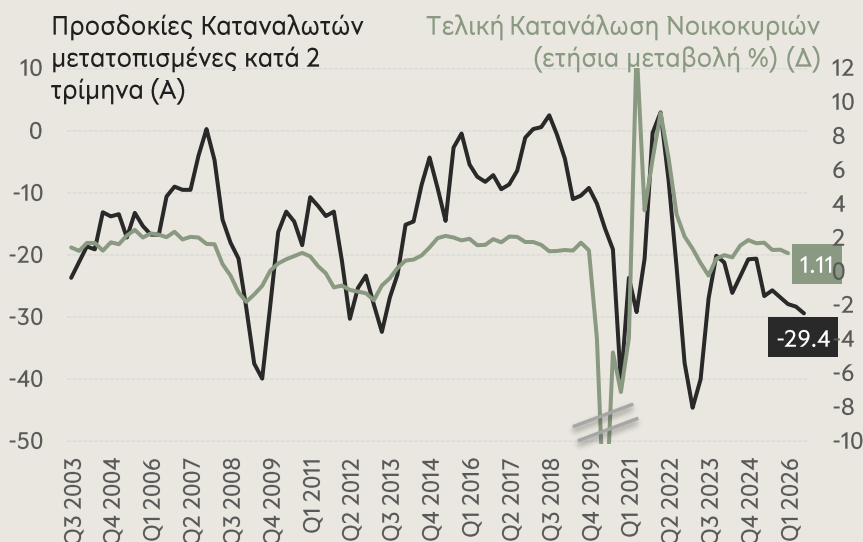
Στην Κίνα, τα στοιχεία του διμήνου Απριλίου-Μαΐου δείχνουν αισθητή επιβράδυνση της ανάπτυξης. Εάν η τάση αυτή επιβεβαιωθεί και από τα στοιχεία του Ιουνίου, ο ρυθμός ανάπτυξης του β' τριμήνου εκτιμάται ότι θα υπολείπεται αισθητά εκείνου του α' τριμήνου (5%). Η εσωτερική ζήτηση παραμένει υποτονική, όπως αποτυπώνεται στην ελαφρά ετήσια συρρίκνωση των λιανικών πωλήσεων τον Μάιο και στο χαμηλό επίπεδο του πληθωρισμού. Αντίθετα, θετικά επιδρά η ισχυρή άνοδος των εξαγωγών.

Τέλος, **οι αναδυόμενες οικονομίες πλην της Κίνας** αναμένεται το 2026 να επιτύχουν γενικά ρυθμό ανάπτυξης της τάξης του 4%. Οι αυξανόμενες πληθωριστικές πιέσεις λόγω των τιμών της ενέργειας πλήττουν δυσανάλογα τις αναδυόμενες οικονομίες, ιδίως όσες είναι μεγάλοι εισαγωγείς εμπορευμάτων και ενέργειας. Εκτιμούμε ότι το 2026 κερδισμένες θα είναι οι χώρες που είναι εξαγωγείς εμπορευμάτων ή ενέργειας, καθώς και όσες έχουν συμπεριλάβει σε κάποιο βαθμό την τεχνητή νοημοσύνη στη γραμμή παραγωγή τους. Η τελευταία παράμετρος ενδέχεται να λειτουργήσει ως καταλύτης παραγωγικότητας και ανταγωνιστικότητας, αναδεικνύοντας ένα νέο διαχωριστικό κριτήριο μεταξύ των αναδυόμενων οικονομιών.

Στις **ΗΠΑ**, οι επενδύσεις αναδεικνύονται σε βασικό μοχλό ανάπτυξης. Η κατανάλωση, αν και επιβραδύνεται, ενδέχεται να ενισχυθεί περαιτέρω εφόσον η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού αποδειχθεί ταχύτερη των εκτιμήσεων, στηρίζοντας την οικονομική ανάπτυξη.



Το α' τρίμηνο του 2026, η τελική κατανάλωση της **Ευρωζώνης** αυξήθηκε με το χαμηλότερο ρυθμό από το γ' τρίμηνο του 2024 κατά 1,1% ετησίως, ενώ οι προσδοκίες των καταναλωτών διατηρούν την πτωτική τάση των τελευταίων μηνών ενισχύοντας την εκτίμηση για περαιτέρω επιβράδυνση του συνόλου της οικονομικής δραστηριότητας.



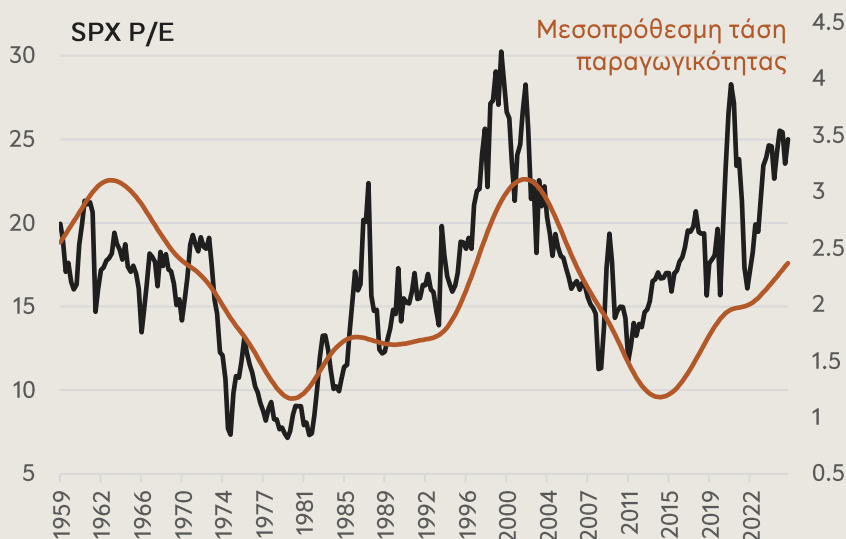
Η παγκόσμια οικονομία παραμένει βραχυπρόθεσμα ανθεκτική, με τις ΗΠΑ να υπεραποδίδουν χάρη στην ισχυρή κατανάλωση και τις επενδύσεις, ιδίως στην τεχνητή νοημοσύνη. Αντίθετα, η Ευρωζώνη χαρακτηρίζεται από πιο αδύναμη δυναμική, με περιορισμένες επενδύσεις και υποτονική κατανάλωση. Ο πληθωρισμός στις ΗΠΑ παραμένει επίμονος, ενώ στην Ευρωζώνη αναμένεται ταχύτερη αποκλιμάκωση, αν και η ΕΚΤ διατηρεί προσεκτική στάση λόγω ανησυχιών για δευτερογενείς πιέσεις.

Παραγωγικότητα, Τ.Ν. και μετοχικές αποτιμήσεις

Η τεχνητή νοημοσύνη (ΤΝ) βρίσκεται εδώ και 3 χρόνια περίπου στο επίκεντρο της προσοχής της επενδυτικής κοινότητας. Οι μετοχικές αγορές εμφανίζονται να προεξοφλούν ότι η ΤΝ θα ενισχύσει την αποδοτικότητα των επιχειρήσεων και θα εκτινάξει την κερδοφορία. Οι προσδοκίες αυτές συνδέονται άμεσα με την παραγωγικότητα, δηλαδή με το πόση περισσότερη αξία μπορεί να δημιουργήσει μια επιχείρηση με την ίδια ποσότητα εργασίας, χρόνου ή κεφαλαίου. Ως μακροοικονομικό μέγεθος, η παραγωγικότητα συνήθως μετρείται ως εισόδημα ανά μονάδα εργασίας. Το σενάριο αυτό είναι εύλογο και πιθανό τουλάχιστον μεσοπρόθεσμα. Ωστόσο, η σύγκριση με τους παρόντες ρυθμούς παραγωγικότητας υποδηλώνουν ότι ένα σημαντικό μέρος αυτών των προσδοκιών έχει πιθανόν ενσωματωθεί στις τιμές.

Ο δείκτης τιμής προς (ετήσια τρέχοντα) κέρδη (P/E) του S&P 500 βρίσκεται στο 25. Με βάση την ιστορική σχέση αποτιμήσεων και παραγωγικότητας, εκτιμούμε ότι 1 μονάδα αύξησης της παραγωγικότητας, ιστορικά τείνει να αυξάνει το P/E περίπου κατά 4 μονάδες, δηλαδή η αγορά είναι διατεθειμένη να πληρώσει σημαντικά υψηλότερο πολλαπλάσιο κερδών όταν βλέπει υψηλή παραγωγικότητα. Η σχέση αυτή εξηγεί περίπου το 37% των διακυμάνσεων στις αποτιμήσεις. Αυτό σημαίνει ότι η παραγωγικότητα αποτελεί σημαντικό παράγοντα, αλλά δεν αρκεί από

μόνη της για να ερμηνεύσει τη συνολική εικόνα της αγοράς. Τα επιτόκια, το επενδυτικό κλίμα και οι προσδοκίες για την πορεία της οικονομίας συνεχίζουν επίσης να επηρεάζουν ουσιαστικά τις τιμές. Σε αυτή την συγκυρία η σχέση αυτή υποδηλώνει μια υπερτίμηση 35% (εκτιμώμενο P/E 18,5). Ιστορικά, χρειάζονται περίπου 4 χρόνια για να επέλθει η ισορροπία στην αγορά. Για να εκτιμήσουμε καλύτερα το μέγεθος της σημερινής απόκλισης, είναι χρήσιμη η σύγκριση με το 1999-2000. Στα τέλη του 1999 η αγορά ήταν υπερτιμημένη κατά 30% (P/E 30 έναντι εκτίμησης 21). Αυτό υποδηλώνει ότι η σημερινή εικόνα, κάτω από το πρίσμα αυτό, είναι αντίστοιχη της περιόδου εκείνης. Τότε μπορεί οι αποτιμήσεις να ήταν υψηλότερες, αλλά και ο ετήσιος ρυθμός της παραγωγικότητάς ήταν, κατά μέσο ετήσιο όρο, στο 3,5% ενώ τώρα είναι στο 2,5%. Η βασική όμως διαφορά με το 2000 είναι η δυναμική της εταιρικής κερδοφορίας. Με στοιχεία α' τριμήνου 2026 ο ετήσιος ρυθμός κερδοφορίας των εταιρειών του S&P500 είναι 29%. Εάν σε ένα έτος από τώρα εκπληρωθούν οι προσδοκίες των αναλυτών για αύξηση 20% τότε ο λόγος τιμής προς κέρδη θα υποχωρήσει προς το 21 μειώνοντας το ποσοστό της υπερτίμησης στο 14%. Για μια ομαλή διόρθωση των αποτιμήσεων με τον τρόπο αυτό θα πρέπει η κερδοφορία των επιχειρήσεων να «μεταφερθεί» από τις εταιρίες που χτίζουν της υποδομές της ΤΝ (data centers, ημιαγωγοί) στους χρήστες αυτής.



Αναδυόμενες Αγορές και Τεχνολογικός Κλάδος

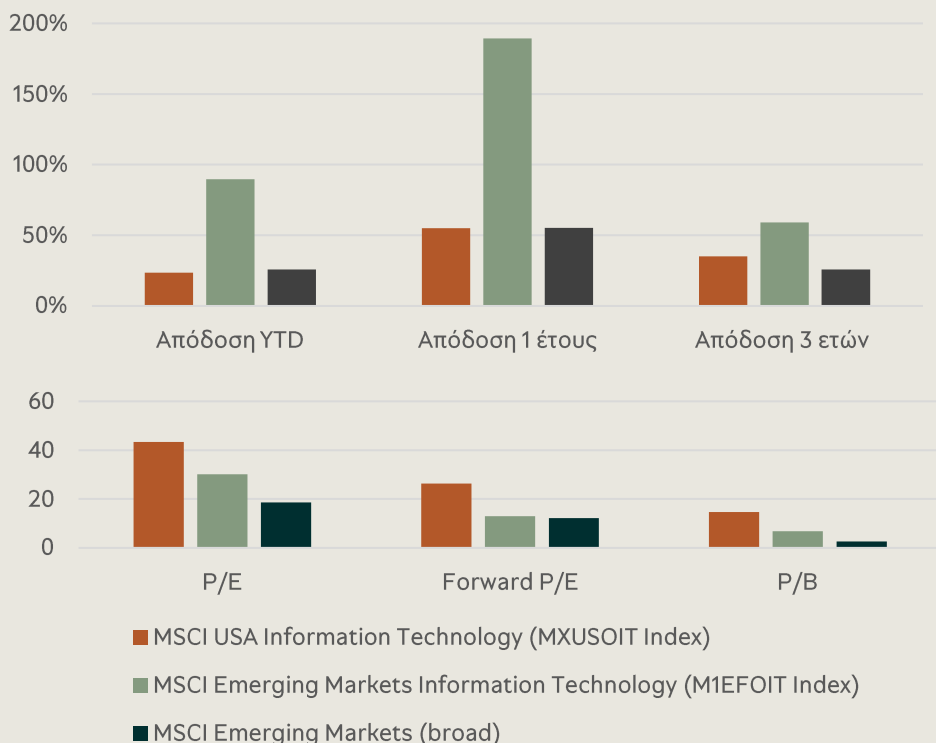
Η πρόσφατη υπεραπόδοση των Αναδυόμενων Αγορών (ΑΑ) συνδέεται σε μεγάλο βαθμό με τον κλάδο της τεχνολογίας και ειδικότερα με την άνοδο της τεχνητής νοημοσύνης. Αγορές όπως η Ταϊβάν και η Κορέα έχουν επωφεληθεί, λόγω της ισχυρής παρουσίας τους στην αλυσίδα των ημιαγωγών. Ενδεικτικά, η στάθμιση της Ταϊβάν στον δείκτη MSCI EM έχει αυξηθεί περίπου στο 25%, ξεπερνώντας πλέον την Κίνα, ενώ τα 10 μεγαλύτερα ονόματα συγκεντρώνουν περίπου το 39% του δείκτη, υποδηλώνοντας αυξημένη συγκέντρωση. Η ζήτηση για chips, GPUs και memory αποτελεί άμεση συνάρτηση των επενδύσεων των μεγάλων αμερικανικών τεχνολογικών εταιρειών.

Σε επίπεδο αποτιμήσεων, οι τεχνολογικές μετοχές των ΑΑ διαπραγματεύονται με discount σε σχέση με τις αντίστοιχες αμερικανικές. Οι μετοχές αυτές προσφέρουν, ουσιαστικά, έκθεση στην αναμενόμενη άνοδο της παγκόσμιας τεχνολογικής δαπάνης, με χαμηλότερο σημείο εισόδου σε σχέση με τις αμερικανικές αγορές.

Οι ΑΑ περνούν από διαδοχικές περιόδους χαμηλότερης και υψηλότερης συσχέτισης με τον S&P 500, καθώς προσαρμόζονται κάθε φορά στις

επικρατούσες τάσεις της αγοράς. Τελευταία, η τριετής συσχέτιση των αποδόσεων του MSCI EM με τον S&P ενισχύεται και διαμορφώνεται σήμερα στο 60%, παραμένοντας σε επίπεδα συμβατά με τους πιο μακροπρόθεσμους ιστορικούς μέσους όρους και αρκετά χαμηλότερα από το ιστορικό μέγιστο της τάξης του 85% που έχει σημειωθεί στο παρελθόν. Παράλληλα, από το 2015 και μετά, οι ΑΑ διένυσαν μια περίοδο ασυνήθιστα χαμηλής μεταβλητότητας, η οποία πλέον σταδιακά εξομαλύνεται. Σε αυτό το πλαίσιο, η αυξανόμενη έμφαση στην τεχνητή νοημοσύνη και στον τεχνολογικό κλάδο αναμένεται να ενισχύσει περαιτέρω τη συσχέτιση με την αμερικανική αγορά, επαναφέροντας τη σχέση Αναδυόμενων και Ανεπτυγμένων Αγορών σε πιο «κανονικά» επίπεδα.

Συνολικά, η τεχνολογία έχει μεταμορφώσει τον χαρακτήρα των ΑΑ, σε μια επένδυση στην παγκόσμια ανάπτυξη της τεχνητής νοημοσύνης. Η εξάρτηση από την αμερικανική τεχνολογική ζήτηση παραμένει σημαντική, ωστόσο οι ΑΑ διατηρούν χαμηλότερες αποτιμήσεις. Αυτή η ιδιαιτερότητα μπορεί να λειτουργήσει ως μοχλός διαφοροποίησης χαρτοφυλακίου, προσφέροντας έκθεση στην άνοδο της τεχνητής νοημοσύνης υπό διαφορετικές συνθήκες ρίσκου και αποτίμησης.



Ισχυρή κερδοφορία αλλά και υπερβολική εξάρτηση από τις προοπτικές της Τεχνητής Νοημοσύνης

Οι μετοχικές αγορές κινούνται σε ένα περιβάλλον που καθορίζεται από δύο αντίρροπες δυνάμεις. Από τη μία, η τεχνητή νοημοσύνη τροφοδοτεί προσδοκίες υψηλότερης παραγωγικότητας, ισχυρότερων εταιρικών κερδών και νέου επενδυτικού κύκλου σε τεχνολογικές υποδομές. Από την άλλη, ο πόλεμος στον Κόλπο, μέσω της ανόδου του ενεργειακού κόστους, των πληθωριστικών πιέσεων και της γεωπολιτικής αβεβαιότητας, περιορίζει τη διάθεση ανάληψης επενδυτικού κινδύνου.

Η άνοδος στηρίζεται κυρίως στην αύξηση των εταιρικών κερδών και στις ανοδικές αναθεωρήσεις των εκτιμήσεων, οι οποίες έχουν πλέον ευρύτερη γεωγραφική και κλαδική βάση. Η εικόνα της εταιρικής κερδοφορίας παραμένει θετική διεθνώς. Οι αναδυόμενες αγορές ξεχωρίζουν με τη μεγαλύτερη αναμενόμενη ανάπτυξη κερδών για το 2026 (περίπου +40%), με τις ΗΠΑ να ακολουθούν δυναμικά (+24,0% το 2026 και +15,6% το 2027), η Ευρώπη κινείται σε υγιείς αλλά πιο συγκρατημένους ρυθμούς, ενώ η Ιαπωνία επιταχύνει το 2027 (+10,1%). Ως προς τις αποτιμήσεις (λόγος τιμής προς αναμενόμενα κέρδη), οι ΗΠΑ (21x) και η Ιαπωνία (18x) διαπραγματεύονται πάνω από τον ιστορικό μέσο όρο 20ετίας, αντανakλώντας υψηλές προσδοκίες, ενώ η Ευρώπη (15x) και κυρίως οι αναδυόμενες αγορές (14x) παραμένουν (οριακά πλέον) κάτω από αυτόν — προσφέροντας τον πιο ελκυστικό συνδυασμό προοπτικών κερδών και αποτίμησης.

Σε αυτό το πλαίσιο, **η συνολική εικόνα παραμένει θετική, αλλά λιγότερο ισορροπημένη από ό,τι δείχνουν οι βασικοί δείκτες.** Οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρείες και οι άμεσοι ωφελημένοι από τις δαπάνες σε υποδομές τεχνητής νοημοσύνης παραμένουν ο πυρήνας της αγοράς. Ωστόσο, οι αποτιμήσεις είναι απαιτητικές, η συγκέντρωση έχει αυξηθεί και η απόδοση εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από περιορισμένο αριθμό εταιρειών και από τη συνέχιση των κεφαλαιουχικών δαπανών. **Αν οι προσδοκίες για κέρδη ή κεφαλαιουχικές δαπάνες υποχωρήσουν, η συμπίεση των πολλαπλασιαστών μπορεί να είναι απότομη.** Παράλληλα, το πετρελαϊκό σοκ διατηρεί τον πληθωρισμό υψηλότερα, ωθώντας τις κεντρικές τράπεζες σε πιο προσεκτική στάση και αυξάνοντας το κόστος χρηματοδότησης των τεχνολογικών επενδύσεων.

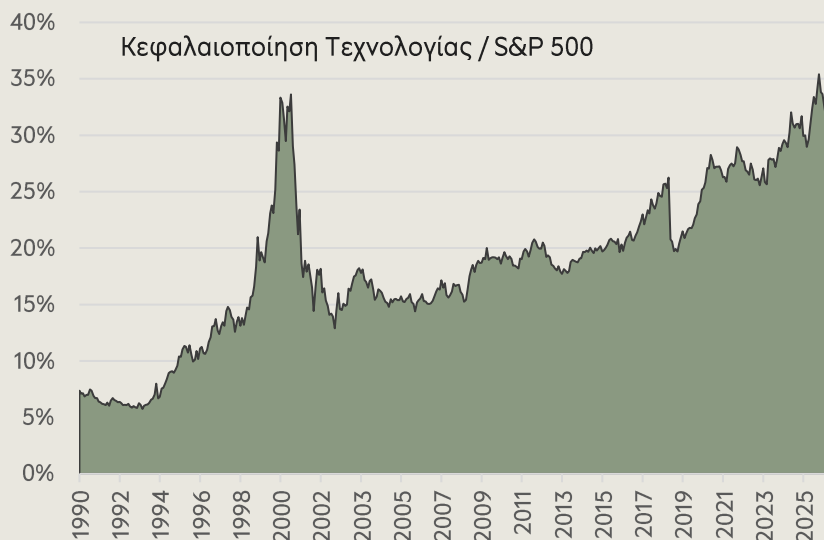
Η ιστορία των τεχνολογικών κύκλων δείχνει ότι οι εταιρείες που κατασκευάζουν τις τεχνολογικές υποδομές (AI infrastructure) δεν είναι πάντα οι μεγαλύτεροι ωφελημένοι μακροπρόθεσμα. Η

επόμενη φάση θα κριθεί από το αν το λογισμικό, οι υπηρεσίες και οι παραδοσιακοί κλάδοι μπορέσουν να μετατρέψουν τις AI υποδομές σε διατηρήσιμη αύξηση παραγωγικότητας και περιθωρίων κέρδους. Διατηρούμε ουδέτερη άποψη για την μετοχική αγορά των ΗΠΑ. Στο πλαίσιο αυτό, υποβαθμίζοντας την έκθεσή μας στον κλάδο των Υπηρεσιών Επικοινωνίας στις ΗΠΑ σε ουδέτερη, καθώς η απόδοση συγκεντρώνεται σε περιορισμένο αριθμό εταιρειών και μεγάλο μέρος της ανόδου έχει ήδη ενσωματωθεί στις αποτιμήσεις. Αντίθετα, διατηρούμε θετική στάση για τους κλάδους των Τραπεζών, της Κοινής Ωφέλειας, της Υγείας, καθώς και για τις εταιρείες μικρής κεφαλαιοποίησης Small Cap.

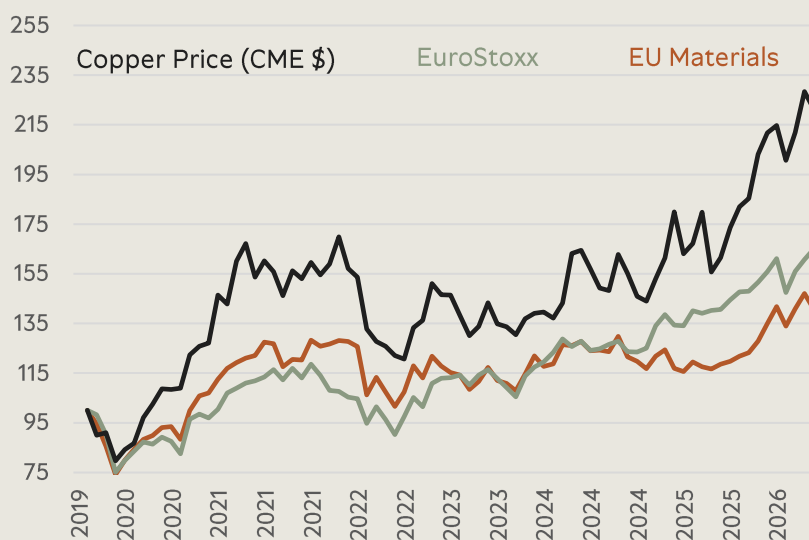
Οι αναδυόμενες αγορές προσφέρουν έκθεση τόσο στην τεχνολογία, μέσω ημιαγωγών σε Ταϊβάν και Κορέα, όσο και στην ενέργεια, με χαμηλότερες αποτιμήσεις από τις ανεπτυγμένες αγορές. Ωστόσο, η αυξημένη συγκέντρωση και η μεγαλύτερη εστίαση στην τεχνολογία ενισχύουν τη συσχέτιση (με τις ανεπτυγμένες) και τον κίνδυνο των αγορών αυτών. Διατηρούμε την ουδέτερη άποψη μας για τις μετοχές αυτές.

Στην Ευρώπη, το υψηλότερο ενεργειακό κόστος του α' τριμήνου και η αδύναμη μακροοικονομική εικόνα περιορίζουν την ελκυστικότητα της ευρείας αγοράς. Η άνοδος του κόστους χρηματοδότησης, περίπου στο 3,2% έναντι 0,4% το 2020, αυξάνει τις πιέσεις στα κέρδη, ιδίως λόγω του κινδύνου αναχρηματοδότησης εταιρικού χρέους τα επόμενα χρόνια. Έτσι, **η πιθανότητα απογοήτευσης σε σχέση με τις υψηλές προσδοκίες για αύξηση κερδοφορίας της τάξης του 15% τα επόμενα χρόνια παραμένει σημαντική,** ιδίως δεδομένου ότι την προηγούμενη διετία η ανάπτυξη της κερδοφορίας ήταν σχεδόν μηδενική. Η στάση μας για τις μετοχές στην ΕΖ παραμένει ήπια αρνητική, με έμφαση σε επιλεγμένο συνδυασμό αμυντικών και κυκλικών κλάδων με λογικές αποτιμήσεις. Υποβαθμίζουμε την θέση μας στον κλάδο της Τεχνολογίας καθώς θεωρούμε ότι το μεγαλύτερο μέρος της αναμενόμενης απόδοσης έχει ήδη καταγραφεί. Μεταβάλλουμε την θέση μας σε θετική στις Πρώτες Ύλες καθώς ο κλάδος στηρίζεται σε διαρθρωτική ζήτηση από AI, αύξηση αμυντικών δαπανών, ισχυρότερη μεταποίηση στις ΗΠΑ και υψηλότερες τιμές εμπορευμάτων. Διατηρούμε την θετική μας στάση για τους κλάδους των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, της Κοινής Ωφέλειας, των Ακινήτων και της Υγείας.

Η κεφαλαιοποίηση του κλάδου της τεχνολογίας ως ποσοστό του S&P 500, στο 36% είναι υψηλότερη πλέον από αυτή της «φούσκας» του 1999-2000. Η αύξηση όμως έχει υπάρξει σταδιακή, δίνοντας χρόνο στο χρηματοπιστωτικό σύστημα να προσαρμοστεί καλύτερα.



Ο κλάδος των Πρώτων Υλών στην Ευρώπη δίνει έκθεση τόσο στις μετοχικές αγορές όσο και στα εμπορεύματα (με αναλογία 65%-35% περίπου), θεωρείται φτηνός, σύμφωνα με τις ιστορικές του αποτιμήσεις και έχει πρόσφατα υποαποδώσει τόσο του Euro Stoxx, όσο και της τιμής του χαλκού με την οποία έχει μεγάλη συσχέτιση (από τις 31/12/2019).



Διατηρούμε την ουδέτερη μας άποψη για τις μετοχικές αγορές και μετακινούμαστε, πολύ σταδιακά, από growth σε values κλάδους. Στροφή από Τεχνολογία σε Πρώτες Ύλες στην Ευρώπη και κλείσιμο θέσης σε Υπηρεσίες Επικοινωνίας στις ΗΠΑ.

Το μνημόνιο ΗΠΑ-Ιράν αναμένεται να αποκλιμακώσει τις αποδόσεις, αλλά τα ρίσκα ελλοχεύουν

Η παρατεταμένη διάρκεια του πολέμου στο Ιράν και το κλείσιμο των στενών του Ορμούζ, τα ανθεκτικά μακροοικονομικά δεδομένα των ΗΠΑ και η μεταστροφή της αγοράς σχετικά με τις μεταβολές των αμερικανικών κρατικών ομολόγων το β' τρίμηνο. Πιο συγκεκριμένα, η αγορά από εκεί που ανέμενε έως και 2 μειώσεις επιτοκίων από την Fed, πλέον εκτιμά σχεδόν 2 αυξήσεις επιτοκίων. Η αρχική συνέντευξη του νέου Προέδρου της Fed κρίθηκε από τις αγορές ελαφρώς πιο hawkish, ωστόσο με ενδιαφέρον αναμένονται τα αποτελέσματα των ομάδων εργασίας (task force) που θα επηρεάσουν ενδεχομένως τις μελλοντικές αποφάσεις της. Ο τερματισμός του πολέμου ωστόσο, αναμένεται να μειώσει τον πληθωρισμό λόγω της αποκλιμάκωσης των τιμών ενέργειας, της επίπτωσης βάσης και της αναμενόμενης κορύφωσης του πληθωρισμού από δασμούς. Ο ρυθμός αύξησης των μισθών δεν καταδεικνύει περαιτέρω μελλοντικές πληθωριστικές πιέσεις. Ωστόσο, η δημοσιονομική εικόνα των ΗΠΑ παραμένει εύθραυστη και το χρέος υψηλό, ενώ διατηρείται συγκεχυμένο το καθεστώς των δασμών και των αναμενόμενων εσόδων μετά και την απόφαση του Ανώτατου Δικαστηρίου. Η ανησυχία της αγοράς για τα δημοσιονομικά φάνηκε και στα μέσα Μάιου, όταν και η απόδοση του 10ετούς ομολόγου όσο και το term premium κορύφωσαν μαζί. **Συμπερασματικά, διατηρούμε ουδέτερη άποψη για τα αμερικανικά ομόλογα, καθώς αναμένουμε για το επόμενο διάστημα να συνεχίσουν να διαπραγματεύονται στο εύρος διακύμανσης των τελευταίων μηνών.** Παρατηρούμε τις δευτερογενείς επιπτώσεις του πολέμου τόσο στον πληθωρισμό όσο και στην ανάπτυξη, τα term premia και πιθανόν να μεταβάλλουμε την άποψή μας.

Στην Ευρωζώνη, η EKT αύξησε κατά 25 μ.β. τα επιτόκια, καθώς εισήλθε στον πόλεμο από χαμηλότερη βάση εκκίνησης από την Fed και αρκετοί αξιωματούχοι της τοποθετούν υψηλότερα το «ουδέτερο» επιτόκιο (επίπεδο που ούτε περιορίζει ούτε υποστηρίζει την οικονομία). Ωστόσο οι πληθωριστικές πιέσεις δεν αποδείχθηκαν το ίδιο επίμονες με το 2022 (πόλεμος στην Ουκρανία), όπως είχαμε αναφέρει και στην προηγούμενη στρατηγική. Η ανάπτυξη στην Ευρωζώνη, αν και έχει επηρεαστεί από την μεταβλητότητα των ρυθμών ανάπτυξης στην Ιρλανδία παραμένει αναιμική. Οι δείκτες μεταποίησης και υπηρεσιών παραμένουν χαμηλότεροι των αντίστοιχων των ΗΠΑ. Η αγορά αναμένει άλλη μία αύξηση των επιτοκίων κατά 25 μ.β. μέσα στο 2026, ωστόσο αυτό θα κριθεί και από τη δυναμική του

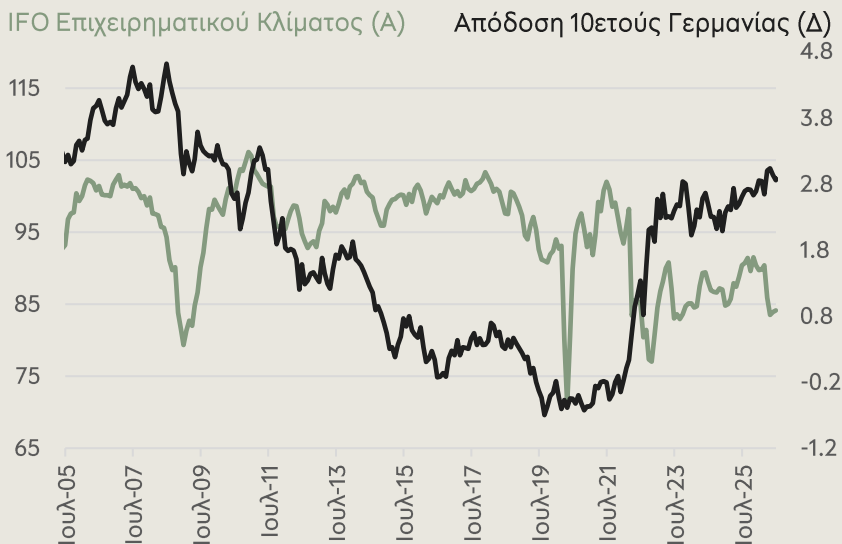
πληθωρισμού αλλά και τις δευτερογενείς επιπτώσεις στην ανάπτυξη. Παράλληλα, οι εκλογές που θα διενεργηθούν σε Γαλλία, Ιταλία αποτελούν ένα πολιτικό ρίσκο μεσοπρόθεσμα. **Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης.** Το ρίσκο για την στρατηγική μας είναι μια άνοδος των αποδόσεων των αμερικανικών ή ιαπωνικών ομολόγων, η οποία θα συμπαρασύρει τις αποδόσεις και των ευρωπαϊκών και μια επιμονή των πληθωριστικών πιέσεων στην Ευρωζώνη, είτε λόγω νέου ενεργειακού σοκ ή λόγω άλλων παραγόντων.

Τα spreads των εταιρικών ομολόγων στις ΗΠΑ και στην Ευρωζώνη το β' τρίμηνο παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα. Η ανησυχία για τις εκδόσεις που θα χρηματοδοτήσουν επενδύσεις σε AI οδήγησαν σε άνοδο των Credit Default Swaps τεχνολογικών εταιρειών, κάποια εκ των οποίων δημιουργήθηκαν για να καλύψουν την ζήτηση για προστασία από την μεγάλη αύξηση των κεφαλαιουχικών εξόδων (capex). **Στα IG ομόλογα συνεχίζουμε και διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση** θεωρώντας ότι στα πολυετή χαμηλά επίπεδα που βρίσκονται δεν αντικατοπτρίζονται επαρκώς οι κίνδυνοι. **Στα HY ομόλογα, που έχουν και μικρότερο duration παραμένουμε ήπια αρνητικοί,** καθώς παρά την ανθεκτική οικονομία των ΗΠΑ και τα οφέλη από το One Big Beautiful Bill, θεωρούμε ότι υπάρχουν περιθώρια διεύρυνσης. Ο δείκτης χρέους Net Debt/EBITDA διαμορφώθηκε το α' τρίμηνο σε υψηλό από το 2021 και ο δείκτης ρευστότητας FCF/Total Debt υποχώρησε σε χαμηλό 3,5 ετών.

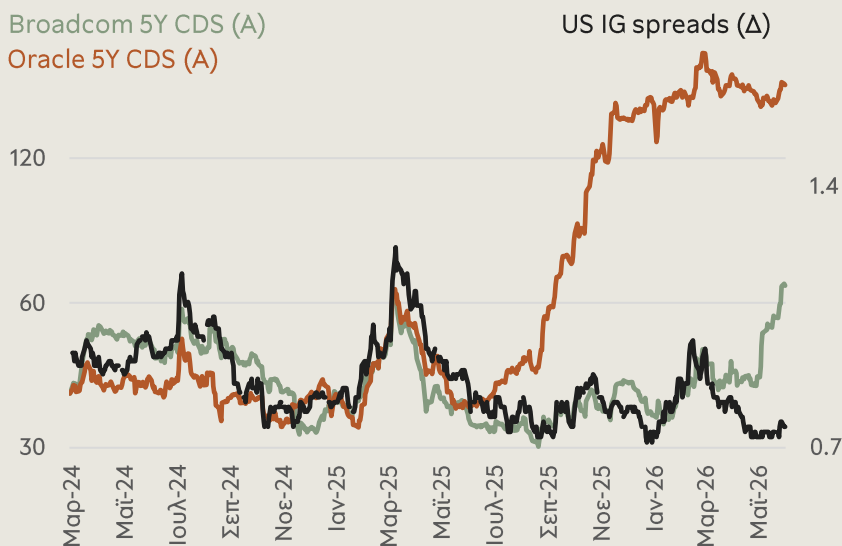
Στα ευρωπαϊκά εταιρικά ομόλογα παραμένουμε ήπια θετικοί, καθώς παρά την αναμενόμενη αύξηση κατά 25 μ.β. θεωρούμε ότι τα επιτόκια θα μειωθούν αργότερα (flattening της καμπύλης) και οι ισολογισμοί των εκδοτών IG παραμένουν ισχυροί. Ο δείκτης ρευστότητας FCF/Total Debt εκτός των χρηματοοικονομικών εταιρειών βρίσκεται σε υψηλό 2 ετών.

Στα HY ομόλογα Ευρωζώνης τα οποία έχουν χαμηλότερο duration από τα IG διατηρούμε αρνητική άποψη, καθώς αναμένουμε διεύρυνση των spreads, όπως υποδεικνύει και το μοντέλο μας. Η οικονομία παραμένει εύθραυστη και εντοπίζονται σημάδια επιδείνωσης των πιστωτικών συνθηκών. Οι εκδότες HY αναμένεται να επηρεαστούν περισσότερο από τις δευτερογενείς επιπτώσεις του πολέμου και από την αδύναμη ανάπτυξη στην Ευρωζώνη.

Η επιδείνωση της καταναλωτικής εμπιστοσύνης στη Γερμανία δικαιολογεί χαμηλότερες αποδόσεις στα ομόλογα.



Απόκλιση παρατηρείται μεταξύ US IG spreads και CDS τεχνολογικών εταιρικών.



Η μείωση των τιμών ενέργειας αναμένεται να αποκλιμακώσει τις αποδόσεις των ομολόγων της ΕΖ.

Δυσανάλογα χαμηλά τα US IG spreads σε σχέση με τις ανησυχίες για υπερβολικές προσδοκίες από το ΑΙ.

Η αγορά πετρελαίου θα εστιάσει περισσότερο στα θεμελιώδη

Οι τιμές του πετρελαίου σημείωσαν σημαντική αύξηση το β' τρίμηνο, αλλά με βάση το χειρότερο σενάριο δηλαδή το παρατεταμένο κλείσιμο των στενών του Ορμούζ δεν παρατηρήθηκαν νέα υψηλά σε σχέση με τον πόλεμο στην Ουκρανία. Οι λόγοι εντοπίζονται στην απελευθέρωση στρατηγικών αποθεμάτων από τις χώρες της Διεθνούς Επιτροπής Ενέργειας, στην μείωση των εισαγωγών από την Κίνα, στις σημαντικές εξαγωγές των ΗΠΑ και στην πεποίθηση ότι τα στενά δεν θα παραμείνουν κλειστά το β' εξάμηνο.

Παραμένουμε ουδέτεροι για την τιμή πετρελαίου, καθώς από την μία αναγνωρίζουμε ότι η προσφορά ειδικά από τις χώρες του Κόλπου θα αυξηθεί, καθώς θα θέλουν να αυξήσουν τα έσοδά τους μετά την διακοπή των εξαγωγών. Η αποχώρηση των ΗΑΕ από τον OPEC πιστοποιεί ότι δεν θέλουν να δεσμεύονται με στόχους παραγωγής. Ταυτόχρονα, η άρση των κυρώσεων στο Ιράν θα ενισχύσει την προσφορά και πιθανά το 2027 να οδηγηθούμε σε πλεόνασμα, ωστόσο είμαστε επιφυλακτικοί για το τι η αγορά έχει προεξοφλήσει στην διόρθωση. Από την άλλη πλευρά ωστόσο, τα στρατηγικά αποθέματα παγκοσμίως θα χρειαστεί να αναπληρωθούν, κάτι που θα δώσει στήριξη στην τιμή. Παράλληλα, η αγορά έχει προεξοφλήσει σχεδόν την πλήρη και απρόσκοπτη επαναλειτουργία όλων των υποδομών, την τήρηση της

συμφωνίας μακροπρόθεσμα και την μη επιβολή τελών στα στενά του Ορμούζ, γεγονότα που αν δεν συμβούν θα πυροδοτήσουν εκ νέου μεταβλητότητα στην αγορά.

Η τιμή του χρυσού διόρθωσε σημαντικά το β' τρίμηνο, προερχόμενη από ιστορικά υψηλά που κατέγραψε στο πρώτο. Οι λόγοι μπορούν να αναζητηθούν στην εκ νέου συσχέτιση της τιμής με τις αποδόσεις στη λήξη των αμερικανικών ομολόγων, στην ενδυνάμωση του δολαρίου και στο γεγονός ότι αρκετοί επενδυτές προχωρούν σε κατοχύρωση κερδών (crowded trade). Παράλληλα, η τεχνική εικόνα του επιδεινώθηκε. Ενδεικτικά για πρώτη φορά σε 3 χρόνια διέσπασε πτωτικά τον ΚΜΟ 200 ημερών και δεν κατάφερε να επιστρέψει στην περιοχή αυτή. Ωστόσο, οι αγορές από Κεντρικές Τράπεζες αναμένεται να συνεχισθούν έστω και με μειωμένο ρυθμό, καθώς οι γεωπολιτικές εξελίξεις διατηρούν αμείωτο το ενδιαφέρον, ιδιαίτερα μετά την διόρθωση της τιμής. **Συνεξετάζοντας τις ανωτέρω παραμέτρους παραμένουμε ουδέτεροι για την τιμή του χρυσού.** Συνολικά και στις δύο αγορές εμπορευμάτων παρατηρήθηκε σημαντική αύξηση της μεταβλητότητας

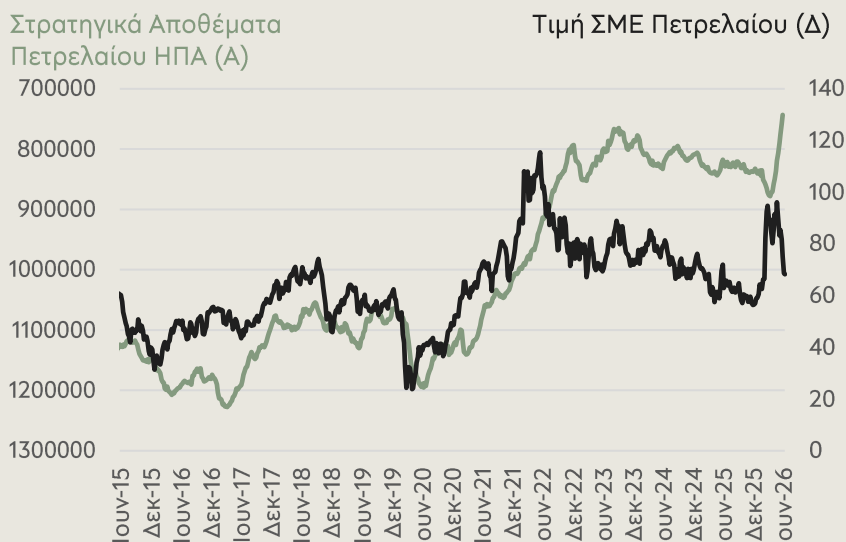
Η ισχυρή οικονομία ωθεί ανοδικά το δολάριο

Με τη λήξη του πολέμου, οι αγορές συναλλάγματος επαναπροσδιορίζονται από την υποχώρηση της τιμής της ενέργειας, την άμβλυνση του γεωπολιτικού κινδύνου και τις προσδοκίες για ταχύτερη αποκλιμάκωση του πληθωρισμού. Το δολάριο χάνει μέρος του ασφαλιστρου ασφαλούς καταφυγίου, αλλά διατηρεί στήριξη λόγω της ισχυρότερης μακροοικονομικής βάσης των ΗΠΑ, ενώ μια επιτάχυνση της παραγωγικότητας λόγω των επενδύσεων στην τεχνητή νοημοσύνη θα μπορούσε να αποτελέσει πρόσθετο παράγοντα στήριξης. Η Ευρωζώνη ωφελείται δυσανάλογα από τη φθηνότερη ενέργεια, όμως παραμένει ευάλωτη λόγω χαμηλής ανάπτυξης, πολιτικής αβεβαιότητας και εξωτερικού ανταγωνισμού. Εκτιμούμε ότι το δολάριο είναι περίπου 8% πάνω από την εύλογη μακροπρόθεσμη αξία του, λόγω των ελλειμμάτων — δημοσιονομικού και τρεχουσών συναλλαγών — και της ακόμη σχετικά χαμηλής παραγωγικότητας, χωρίς όμως η αγορά να τιμολογεί έντονα ακόμη αυτές τις διαρθρωτικές αδυναμίες. Συμπερασματικά, η άνοδος του δολαρίου θα μπορούσε να συνεχιστεί βραχυπρόθεσμα.

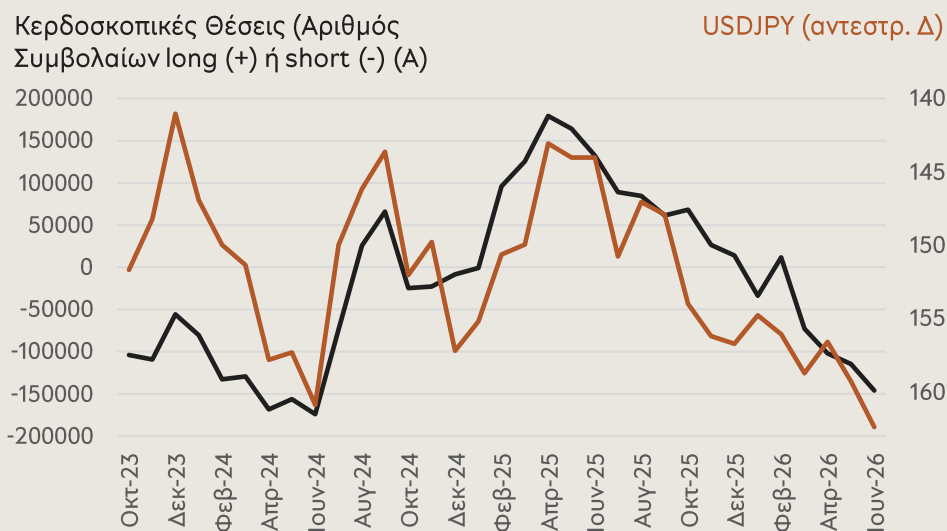
Η ισοτιμία EUR/USD, θα μπορούσε να συνεχίσει να υποχωρεί ως την περιοχή του 1,10 με ανάκαμψη

προς το 1,15 σε ορίζοντα 12 μηνών. Η φθηνότερη ενέργεια βελτιώνει τους όρους εμπορίου της Ευρωζώνης και στηρίζει το ευρώ, αλλά η ασθενής ευρωπαϊκή ανάπτυξη, ο πολιτικός κίνδυνος —ιδίως οι εκλογές στη Γαλλία και η άνοδος της ακροδεξιάς— και ο κινεζικός αποπληθωρισμός, μέσω του ανταγωνισμού από φθηνά κινεζικά προϊόντα στη διεθνή αγορά, περιορίζουν το ανοδικό περιθώριο. Οι αγορές προεξοφλούν παρόμοιο περιθώριο μειώσεων επιτοκίων σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη, διατηρώντας περιορισμένη την επιτοκιακή διαφορά. Το γεν παραμένει το νόμισμα το οποίο θα ωφεληθεί από μια επανεκκίνηση της αμφισβήτησης του δολαρίου που παρατηρήσαμε στο πρώτο μισό του 2025, λόγω της συρρίκνωσης της επιτοκιακής διαφοράς με τις ΗΠΑ, την σχετικά μειωμένη ρευστότητα, την ανάκαμψη των πραγματικών μισθών και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών. Σε αυτή την φάση όμως η δυναμική της ισοτιμίας παραμένει ανοδική (πιθανόν ως το 164) καθώς συνεχίζεται η τοποθέτηση σε αμερικάνικες αξίες και η Τράπεζα της Ιαπωνίας δεν εμφανίζεται αρκετά αποφασιστική στην άνοδο των επιτοκίων (στόχος 12 μηνών το 150).

Η ανάγκη αναπλήρωσης των στρατηγικών αποθεμάτων αναμένεται να προσφέρει στήριξη στην τιμή του πετρελαίου



Κερδοσκοπικές θέσεις συμβολαίων και ισοτιμία USDJPY



Η ανοδική τάση του δολαρίου αναμένεται να διατηρηθεί βραχυπροθέσμα, ασκώντας πίεση στις τιμές των εμπορευμάτων.

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

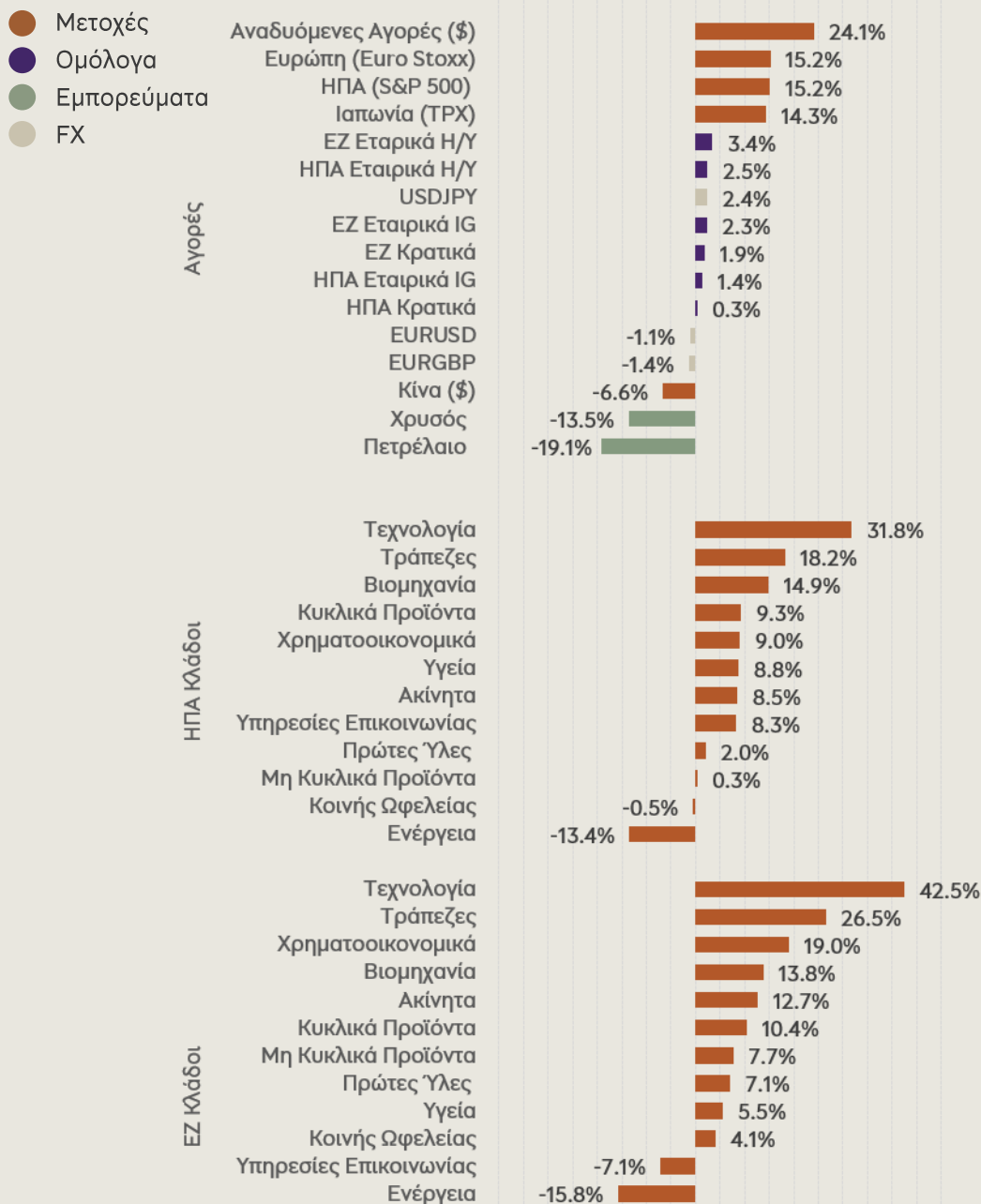
Προηγούμενη Άποψη

«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	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς η συνολική εικόνα παραμένει θετική αλλά λιγότερο ισορροπημένη. Οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες και οι άμεσα ωφελημένοι από τις δαπάνες σε υποδομές AI παραμένουν στο επίκεντρο με απαιτητικές ωστόσο αποτιμήσεις. Υποβαθμίζουμε την θέση μας στον κλάδο των Υπηρεσιών Επικοινωνίας και διατηρούμε θετική στάση στους κλάδους Τραπεζών, Κοινής ωφέλειας, Υγείας και Μικρών Επιχειρήσεων (Small Caps).
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ, λόγω υψηλότερου ενεργειακού κόστους και αδύναμης μακροοικονομικής εικόνας. Υποβαθμίζουμε την θέση μας στην Τεχνολογία και αναβαθμίζουμε τις Πρώτες Ύλες. Διατηρούμε τη στάση μας για τις Υπηρεσίες Επικοινωνίας, την Κοινή Ωφέλεια, τα Ακίνητα και την Υγεία.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς η οριακή ανάπτυξη σε συνδυασμό με την περιοριστική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας θα επηρεάσουν τα κέρδη των εταιριών.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας. Οι ΑΑ προφέρουν έκθεση στην τεχνολογία μέσω ημιαγωγών σε Ταιβάν και Κορέα, με χαμηλότερες αποτιμήσεις από τις αναπτυσσόμενες αγορές. Ωστόσο η υψηλή συγκέντρωση και η εστίαση στην τεχνολογία αυξάνουν τον κίνδυνο των αγορών.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας, καθώς αναμένουμε τα ομόλογα να συνεχίζουν να διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης. Η ταχεία αποκλιμάκωση των τιμών ενέργειας ωθεί καθοδικές πιέσεις στον πληθωρισμό, ωστόσο η δημοσιονομική εικόνα των ΗΠΑ εξακολουθεί να προβληματίζει.
Κρατικά Ευρωζώνης	Ήπια θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη, καθώς η αναιμική ανάπτυξη στην Ευρωζώνη και η μείωση των τιμών ενέργειας αναμένεται να επηρεάσουν θετικά τα ομόλογα.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς παραμένουν οι ανησυχίες για το private credit και την αποδοτικότητα των επενδύσεων σχετιζόμενων με την τεχνητή νοημοσύνη. Παράλληλα, τα πολυετή χαμηλά επίπεδα των spreads δεν αντικατοπτρίζουν τους κινδύνους διεύρυνσης.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ, εκτιμώντας ότι υφίστανται περαιτέρω περιθώρια διεύρυνσης. Σύμφωνα με το μοντέλο μας η δίκαιη τιμή των spreads τοποθετείται υψηλότερα από τα τρέχοντα επίπεδα.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΕΖ	Θετική	Διατηρούμε την θετική μας άποψη καθώς διατηρούνται ισχυρά τα θεμελιώδη των εταιριών.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΕΖ	Αρνητική	Διατηρούμε την αρνητική μας άποψη, καθώς εμφανίζονται ενδείξεις επιδείνωσης των πιστωτικών συνθηκών και η οικονομία παραμένει εύθραυστη. Παράλληλα, οι ΗΥ εκδότες είναι σε χειρότερη θέση από τους IG για να αντιμετωπίσουν τις δευτερογενείς συνέπειες του πολέμου.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Ήπια Αρνητική	Μεταβάλλουμε την ήπια θετική μας άποψη σε ήπια αρνητική. Οι ισχυρότεροι ρυθμοί ανάπτυξης των ΗΠΑ και η γενικότερα ανθεκτική οικονομία της αναμένεται βραχυπρόθεσμα να συνεχίσουν να συντηρούν την δυναμική του δολαρίου. Ο 12μηνος στόχος για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου τοποθετείται στο 1,15 με εύρος διακύμανσης (1,10-1,17).
USDJPY	Αρνητική	Διατηρούμε την αρνητική μας άποψη, καθώς αν και το δολάριο εμφανίζεται ισχυρό βραχυπρόθεσμα, ωστόσο το γιεν εμφανίζεται υποτιμημένο. Η σχετικά μειωμένη ρευστότητα του γιεν, η ανάκαμψη των πραγματικών μισθών και το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών αναμένεται να ενισχύσουν το γιεν. Σε ορίζοντα έτους αναμένουμε το εύρος διακύμανσης μεταξύ και 147-162.
EURGBP	Ουδέτερη	Σε ορίζοντα 3-6 μηνών, εκτιμούμε πτωτική τάση του EUR/GBP εντός εύρους 0,8780-0,8250. Οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν παρόμοιοι (περίπου 0,9%) και στις δύο οικονομίες, ενώ ο πληθωρισμός (2,8%) πλήττει περισσότερο την Ευρωζώνη (πολιτικοί κίνδυνοι, επιπτώσεις πολέμου Ιράν) με την ισοτιμία να έχει ήδη προεξοφλήσει μια πιο επιθετική πολιτική από την ΕΚΤ.
Εμπορεύματα		
Χρυσός	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς οι αγορές από Κεντρικές Τράπεζες αναμένεται να στηρίξουν την τιμή, ιδιαίτερα μετά την διόρθωση που κατέγραψε η τιμή το β' τρίμηνο.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς αφενός η ροή πετρελαίου αποκαθίσταται σταδιακά, ωστόσο η ανάγκη αναπλήρωσης των στρατηγικών αποθεμάτων αναμένεται να στηρίξει την τιμή.

Αποδόσεις Β' Τριμήνου



Ευρωζώνη	2023	2024	2025	Α' Τρίμηνο 2026	Β' Τρίμηνο 2026
Πραγματικό ΑΕΠ (Ετήσια Μεταβολή %)	0,5	1,0	1,4	0,3	-
Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή %)	-1,8	-3,0	1,6	-1,7	-
Λιανικές Πωλήσεις (Ετήσια Μεταβολή %)	-1,8	1,2	2,5	1,9	-
Σύνθετος PMI	49,8	50,1	51,0	51,3	48,9
Οικονομικό Κλίμα	96,3	95,9	95,9	97,8	94,0
Καταναλωτική Εμπιστοσύνη	-16,1	-12,6	-13,4	-13,7	-19,1
Συνολικός Πληθωρισμός	5,5	2,4	2,1	2,1	3,0
Δομικός Πληθωρισμός	5,0	2,9	2,4	2,3	2,4
Ανεργία (%)	6,6	6,4	6,3	6,3	-

ΗΠΑ	2023	2024	2025	Α' Τρίμηνο 2026	Β' Τρίμηνο 2026
Πραγματικό ΑΕΠ (Ετήσια Μεταβολή %)	2,9	2,8	2,1	2,7	-
Ανεργία (%)	3,6	4,0	4,3	4,3	-
Νέες θέσεις εργασίας (SA χιλιάδες)	209,6	121,6	9,7	72,7	-
Συνολικός Πληθωρισμός	4,1	2,9	2,6	2,7	-
Price Index PCE (SA)	3,8	2,6	2,6	3,1	-
Δομικός PCE (SA)	4,2	2,9	2,8	3,1	-
ISM Μεταποίησης	47,1	48,2	48,9	52,6	-
Καταναλωτική Εμπιστοσύνη Παν. Μίσιγκαν	65,4	72,5	57,6	55,4	48,0
Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή %)	-0,2	-0,7	1,1	0,7	-
Λιανικές Πωλήσεις (Ετήσια Μεταβολή %)	3,4	3,0	3,7	3,9	-



Στοιχεία επικοινωνίας

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεγκός Ηλίας	Lekkosi@piraeusbank.gr
Chief Economist	2103288120
Πατίκης Βασίλειος	Patikisv@piraeusbank.gr
Director	2103739178
Παπιώτη Λιάνα	PapiotiE@piraeusbank.gr
Officer	2103288187

Διεθνής Οικονομία

Ρόσικα Δημητρία	RotsikaD@piraeusbank.gr
Senior Manager	2163004494
Παπακώστας Βαλάντης	Papakostasc@piraeusbank.gr
Manager	2163004491
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 – 3^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 αναπαράγεται 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 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 ("αινικά 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 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