

Επενδυτική Στρατηγική

4ο Τρίμηνο 2026

Οικονομική Ανάλυση και
Επενδυτική Στρατηγική

Τεχνητή νοημοσύνη – Ανάπτυξη -
Επιτόκια: Ισορροπώντας σε
αντίρροπες δυνάμεις





Η «Επενδυτική Στρατηγική – 4ο Τρίμηνο 2026» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση
<http://piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-strategiki/ependytiki-stratigiki>



- 01 Ένας καινοφανής οικονομικός κύκλος σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη
- 02 Το δίλημμα των τιμών έναντι της ανάπτυξης
- 03 Η ΤΝ ενισχύει την παραγωγικότητα στις ΗΠΑ, αλλά τα οφέλη παραμένουν συγκεντρωμένα | Η ανατομία της ανόδου των αποδόσεων των ομολόγων
- 04 Οι προσδοκίες δυνατής κερδοφορίας αντισταθμίζουν την άνοδο του κόστους του χρήματος
- 05 Η δυναμική της οικονομίας και οι δημοσιονομικές ανησυχίες συνεχίζουν να πιέζουν τα ομόλογα
- 06 Το ισχυρό δολάριο συνεχίζει και ασκεί πιέσεις στις τιμές των εμπορευμάτων | Η ισχυρή οικονομία των ΗΠΑ συνεχίζει να ωθεί ανοδικά το δολάριο
- 07 Σύνοψη Επενδυτικών Απόψεων
- 08 Επενδυτικές Αποδόσεις & Μακροοικονομικοί Δείκτες

Ένας καινοφανής οικονομικός κύκλος σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη

Παγκόσμιο Οικονομικό Περιβάλλον:

Δύο παράγοντες καθορίζουν την οικονομία. Ο υπό εξέλιξη οικονομικός κύκλος χαρακτηρίζεται από δυο βασικούς παράγοντες οι οποίοι τον διαφοροποιούν σημαντικά από τους προηγούμενους κύκλους, ασκούν επιδράσεις οι οποίες δεν είναι πάντα προφανείς και αναμενόμενες και περιπλέκουν την αντίδραση κεντρικών τραπεζών και αγορών. Οι δυνάμεις αυτές δεν είναι άλλες από α) τις **πολλαπλές και παρατεταμένες αρνητικές διαταράξεις στην παραγωγή και προσφορά αγαθών και β) τις πρωτοφανούς έκτασης επενδύσεις υποδομών που σχετίζονται με την ανάπτυξη της τεχνητής νοημοσύνης (ΤΝ).**

Οι επιπτώσεις των εμποδίων στην παραγωγή είναι ουσιαστικά αυτονόητες. Η σύρραξη στον Περσικό Κόλπο έχει **περιορίσει σημαντικά την προσφορά ενεργειακών προϊόντων** από την περιοχή. Και μπορεί οι ΗΠΑ να είναι βασικός παραγωγός πετρελαίου και φυσικού αερίου, ωστόσο ούτε αυτές μπορούν να μείνουν ανεπηρέαστες από την αύξηση των τιμών ενέργειας. Φυσικά οι επιπτώσεις της ενεργειακής κρίσης είναι ακόμα πιο οδυνηρές στην περίπτωση της Ευρωζώνης. Αλλά οι διαταράξεις δεν περιορίζονται στην ενέργεια. Η μείωση της μετανάστευσης, η επιβολή νέων δασμών, οι περιορισμοί εξαγωγών τεχνολογικών προϊόντων και σπανίων γαιών, αποτελούν προκλήσεις για την παραγωγική και εφοδιαστική αλυσίδα που εμποδίζουν την ανάπτυξη, υποδαυλίζουν τον πληθωρισμό και εν τέλη περιορίζουν την προσφορά αγαθών και υπηρεσιών στην οικονομία. Ταυτόχρονα, η παγκόσμια οικονομία βιώνει και τις επιπτώσεις που δημιουργεί η επέλαση της τεχνολογικής -και όχι μόνο- αλλαγής που συνεπάγεται η διάδοση της τεχνητής νοημοσύνης (ΤΝ), η οποία εξελίσσεται με εκθετικούς πλέον ρυθμούς. Προτού όμως η κοινωνία μας βιώσει είτε την ουτοπία της άπειρης παραγωγικότητας είτε τη δυστοπία του τέλους της ανθρωπότητας, η ΤΝ έχει ήδη αρχίσει να επηρεάζει το οικονομικό γίνεσθαι μέσω άλλων οδών.

Κατά την άποψή μου ο λόγος για τον οποίο η ΤΝ έχει αρχίσει ήδη να επιδρά στην καθημερινότητά μας είναι ότι η ανάπτυξη της ΤΝ δεν περιορίζεται σε μια επιστημονική προσπάθεια δημιουργίας καλύτερου λογισμικού, μικρές ομάδες χαρισματικών προγραμματιστών και μηχανικών Η/Υ, όπως συνέβαινε έως τώρα. Σε πλήρη ρήξη με τις πρακτικές του παρελθόντος, η **ανάπτυξη και η χρήση των εφαρμογών ΤΝ προϋποθέτουν την ύπαρξη- χωρίς καμία διάθεση υπερβολής- κολοσσιαίων υποδομών.** Οι υποδομές αυτές σχετίζονται με την κατασκευή γιγάντιων υπολογιστικών κέντρων, απαιτούν μεγάλες ποσότητες ηλεκτρικής ενέργειας, δηλαδή νέες εγκαταστάσεις για ανανεώσιμες πηγές και νέους ηλεκτροπαραγωγικούς σταθμούς φυσικού αερίου, δίκτυα μεταφοράς ενέργειας, προμήθεια

προηγμένων μικροεπεξεργαστών και πολλά άλλα. Καθώς λοιπόν η ανάπτυξη της ΤΝ συνδέεται με ένα τεράστιο όγκο δαπανών για φυσικές υποδομές και κατασκευές, οποιοσδήποτε κλάδος συνδέεται, έστω και έμμεσα, με την υποστήριξη της ΤΝ βρίσκεται σε αναπτυξιακή τροχιά. Στον αντίποδα, όλοι οι υπόλοιποι κλάδοι της οικονομίας βρίσκονται σε κατάσταση στασιμότητας.

Αυτοί οι 2 παράγοντες (συν τις αναπόφευκτες στην εποχή μας αμυντικές δαπάνες) επηρεάζουν κατά κύριο λόγο τις εξελίξεις, πρώτα και κύρια στις ΗΠΑ και δευτερευόντως στην Ευρωζώνη. Στην περίπτωση του πληθωρισμού οι δυο από αυτές δυνάμεις λειτουργούν συνδυαστικά και ομόρροπα, προωθώντας τις τιμές σε συνεχώς υψηλότερα επίπεδα. Αντίθετα, στη περίπτωση της οικονομικής ανάπτυξης λειτουργούν αντίρροπα καθώς οι επενδυτικές δαπάνες λειτουργούν επεκτατικά, ενώ η περιορισμένη προσφορά περιοριστικά. Το τελικό αποτέλεσμα έχει προς το παρόν θετικό πρόσημο καθώς η ευνοϊκή επίπτωση των επενδύσεων ΤΝ υπερτερεί της αρνητικής επίπτωσης του περιορισμού της προσφοράς.

Νομισματική Πολιτική:

Παγιευμένη στην οικονομία 2 ταχυτήτων Η κατανόηση του πλαισίου αυτού και κυρίως η διαφοροποίησή του έναντι των προηγούμενων οικονομικών κύκλων είναι απαραίτητη προϋπόθεση για την καλύτερη κατανόηση των πρόσφατων αποφάσεων των Κεντρικών Τραπεζών αναφορικά με την πορεία των παρεμβατικών επιτοκίων. Αυτό συμβαίνει γιατί σε αντίθεση με ότι περιγράψαμε ανωτέρω, σε προηγούμενους «κλασσικούς» οικονομικούς κύκλους, οι πληθωριστικές πιέσεις είχαν αφηρηθεί την υπερβάλλουσα κατανάλωση των νοικοκυριών. Σε αυτές τις περιπτώσεις οι Κεντρικές Τράπεζες αύξαναν τα επιτόκια με σκοπό την μείωση του διαθέσιμου εισοδήματος, την επιδείνωση των προοπτικών απασχόλησης, την αναβολή αποφάσεων για αγορά κατοικίας και διαρκών καταναλωτικών αγαθών δηλαδή τη μείωση της ζήτησης για αγαθά και υπηρεσίες. Όλα αυτά οδηγούσαν σε αποθέρμανση της οικονομίας και επιβράδυνση του πληθωρισμού κοντά στο στόχο του 2%.

Η διαφοροποίηση της τωρινής συγκυρίας έναντι των κλασσικών οικονομικών κύκλων εντοπίζεται στο γεγονός ότι οι **2 γενεσιουργοί παράγοντες των πληθωριστικών πιέσεων, δηλαδή η περιορισμένη προσφορά και οι επενδύσεις ΤΝ, βρίσκονται εκτός του ελέγχου της FED και της ΕΚΤ και, συνεπώς, δεν πρόκειται να επηρεαστούν από την αύξηση των επιτοκίων.** Δεδομένου λοιπόν ότι αυτό το κομμάτι των τιμών θα παραμείνει υψηλό, προκειμένου ο συνολικός πληθωρισμός να επιβραδυνθεί στα επίπεδα του 2%, θα πρέπει οι υπόλοιποι τομείς της οικονομίας δηλαδή τα νοικοκυριά, οι κλάδοι κατασκευών ακινήτων και

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

υπηρεσιών καθώς και οι μικρομεσαίες επιχειρήσεις να υποστούν μία δυσανάλογα μεγάλη επιδείνωση της οικονομικής τους θέσης και δραστηριότητας. Η επιδείνωση αυτή θα προκαλέσει μεγαλύτερη πτώση των τιμών στις σχετιζόμενες κατηγορίες αγαθών και υπηρεσιών, η οποία με τη σειρά της θα καταφέρει να υπερκεράσει τις ανοδικές πληθωριστικές πιέσεις από ενέργεια και ΤΝ. Στην περίπτωση των ΗΠΑ, όπου η οικονομία είναι ισχυρή, η προσαρμογή μπορεί να διαρκέσει για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα από όσο υπολογίζουν οι αγορές. Στην περίπτωση της Ευρωζώνης, όπου οι επενδύσεις ΤΝ είναι πιο περιορισμένες, οι επιπτώσεις μπορεί να είναι πιο επώδυνες σε όρους ΑΕΠ αλλά και η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού ταχύτερη του αναμενόμενου.

Από την (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές

Η Εταιρική κερδοφορία στηρίζει τις αποτιμήσεις

Η πορεία του αμερικανικού μετοχικού δείκτη S&P 500 παραμένει σταθερή, καθώς συνεχίζει, με χαμηλή μεταβλητότητα, να κινείται κοντά στα ιστορικά υψηλά του επίπεδα. Καταλυτικός παράγοντας αυτής της σταθερότητας δεν είναι άλλος από την ισχυρή αύξηση της εταιρικής κερδοφορίας, η οποία δεν αφορά μόνο σε εταιρείες υψηλής τεχνολογίας και ενέργειας, αλλά διαχέεται σε ένα μεγάλο αριθμό κλάδων και εταιρειών. Αυτή η διάχυση της κερδοφορίας αποτελεί αντανάκλαση των τεράστιων επενδύσεων σε φυσικές υποδομές, οι οποίες είναι απαραίτητες για την περαιτέρω ανάπτυξη της τεχνητής νοημοσύνης. Ωστόσο, οι αποτιμήσεις διατηρούνται σε υψηλά επίπεδα, οι ενδιάμεσες εκλογές βρίσκονται προ των πυλών, οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων βρίσκονται σε υψηλό 18ετία και η FED ενδέχεται να συνεχίσει να ασκεί περιοριστική δημοσιονομική πολιτική σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Όλα αυτά μας κατευθύνουν προς μια ουδέτερη άποψη για την πορεία των αμερικανικών μετοχών. Σε ευθυγράμμιση με τα νέα δεδομένα μεταβάλλουμε την άποψή μας για τις εταιρείες μικρές κεφαλαιοποίησης και εταιρείες κοινής ωφέλειας από ήπια θετική σε ουδέτερη, ενώ διατηρούμε τη θετική μας άποψη για την υγεία και τις τράπεζες. Αναβαθμίζουμε σε θετική την Ενέργεια, ως ελκυστική αντιστάθμιση έναντι γεωπολιτικής αβεβαιότητας. Παράλληλα, παραμένουμε επιφυλακτικοί για τις μετοχές της Ευρωζώνης, καθώς και εδώ η επιθετική νομισματική πολιτική της ΕΚΤ αναφορικά με την πορεία των επιτοκίων, σε συνδυασμό με την άσχημη δημοσιονομική θέση αρκετών ευρωπαϊκών οικονομιών, το τέλος του Ταμείου Ανάκαμψης και τις πολλαπλές εκλογικές αναμετρήσεις δημιουργούν

ρίσκα που δεν έχουν τιμολογηθεί από τις αγορές. Στους επιμέρους κλάδους, διατηρούμε τη θετική μας άποψη για την υγεία και τις πρώτες ύλες, μεταβάλλουμε την άποψή μας στα ακίνητα, την κοινή ωφέλεια και τις υπηρεσίες επικοινωνίας από ήπια θετική σε ουδέτερη, ενώ ενισχύουμε την θέση μας στην τεχνολογία από ουδέτερη σε ήπια θετική. Όσον αφορά τις αγορές ομολόγων, συνεχίζουμε να διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας για τα δεκαετή ομόλογα των ΗΠΑ καθώς θεωρούμε ότι η αποκλιμάκωση του πληθωρισμού στις ΗΠΑ μπορεί να είναι πιο σταδιακή από ότι τιμολογείται στις αγορές και ίσως χρειαστεί πιο επιθετική πολιτική από FED. Στον αντίποδα, διατηρούμε την ήπια θετική άποψή μας για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης καθώς αναμένουμε σε βάθος χρόνου υποχώρηση των αποδόσεών τους και άρα άνοδο της τιμής τους. Τέλος και στα εταιρικά ομόλογα κρατούμε τη συνολική άποψή μας αμετάβλητη.

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Κερδοφορία και AI

Έχοντας αναδείξει τις επενδύσεις υποδομών ΤΝ και την ισχυρή εταιρική κερδοφορία ως τους δύο στυλοβάτες της πορείας των αγορών, αξίζει να σκεφτούμε ποιες δυνάμεις θα μπορούσαν να ανατρέψουν το θετικό αυτό αφήγημα. Ξεκινώντας πρώτα με τις υποδομές ΤΝ, οποιαδήποτε ρωγμή στις εκτιμήσεις αναφορικά με τη χρηματοοικονομική αποδοτικότητα και βιωσιμότητα των υποδομών αυτών είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε μετριασμό του επενδυτικού κύματος στις ΗΠΑ, περιορίζοντας σημαντικά τη δυναμική της αμερικανικής οικονομίας. Το δεύτερο ρίσκο σχετίζεται με τις γεωπολιτικές εξελίξεις στην περιοχή του Περσικού Κόλπου και συνεπακόλουθα με τις τιμές ενέργειας. Έως τώρα το παγκόσμιο οικονομικό και πολιτικό σύστημα έχει επιδείξει αξιοσημείωτη σταθερότητα και ωριμότητα στην διαχείριση της πρωτοφανούς ενεργειακής κρίσης. Όλα όμως τα συστήματα έχουν και ένα πεπερασμένο όριο αντοχής. Ακόμα υψηλότερες τιμές ενέργειας θα οδηγήσουν σε επίπεδα επιτοκίων πολύ υψηλότερα από αυτά που τιμολογούν σήμερα οι αγορές. Η εξέλιξη αυτή θα έχει αρνητικές επιπτώσεις στην κερδοφορία των επιχειρήσεων, στην οικονομική ανάπτυξη και θα οδηγήσει εν τέλει τις μετοχικές και ομολογιακές αγορές σε χαμηλότερα επίπεδα αποτιμήσεων.

Ηλίας Λεγκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Το δίλημμα των τιμών έναντι της ανάπτυξης

Η συνέχιση της εμπολέμης κατάστασης στον Περσικό Κόλπο, χωρίς ορατή προοπτική αποκλιμάκωσης βραχυπρόθεσμα, αυξάνει τον κίνδυνο ενός δύσκολου χειμώνα από ενεργειακή άποψη. **Καθώς οι πληθωριστικές πιέσεις από την ενέργεια αναμένεται να αποδειχθούν πιο επίμονες, στον κύκλο ανόδου των επιτοκίων εισήλθε και η Fed, ακολουθώντας την ΕΚΤ και την Τράπεζα της Ιαπωνίας.** Και οι τρεις αύξησαν τον Σεπτέμβριο τα επιτόκιά τους κατά 25 μ.β., αφήνοντας ανοικτό το ενδεχόμενο νέων αυξήσεων. Το δίλημμά τους είναι σαφές: να συγκρατήσουν τον πληθωρισμό χωρίς να επιβαρύνουν υπέρμετρα την οικονομική ανάπτυξη που, αν και ανθεκτική, παραμένει εύθραυστη.

Στις ΗΠΑ, η ανάπτυξη επιβραδύνθηκε το β' τρίμηνο στο 2,2% σε τριμηνιαία ετησιοποιημένη βάση (α' τρίμ.: 2,5%), κυρίως λόγω των εισαγωγών. **Τα πιο πρόσφατα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες σηματοδοτούν ότι η οικονομία συνεχίζει να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό ρυθμό, με την ανάπτυξη για το 2026-27 να εκτιμάται ότι θα ξεπεράσει το 2%.** Βασικοί μοχλοί παραμένουν οι αυξημένες εταιρικές επενδύσεις, ιδίως στην τεχνητή νοημοσύνη, και οι καλές συνθήκες στην αγορά εργασίας. Από την άλλη, ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός και ενδέχεται να αυξηθεί περαιτέρω καθώς οι επιπτώσεις των υψηλών τιμών ενέργειας διαχέονται ευρύτερα στην οικονομία. Η εξέλιξη αυτή επιβαρύνει το κόστος διαβίωσης και εξηγεί την αυξανόμενη απαισιοδοξία των καταναλωτών και ειδικά του λιγότερου εύπορου μέρους της αμερικανικής κοινωνίας. Η οικονομία των ΗΠΑ συνεχίζει να κινείται στο μοτίβο των δύο ταχυτήτων (K-shaped economy). Η κατανάλωση στηρίζεται από τα νοικοκυριά με υψηλά εισοδήματα, τα οποία επωφελούνται περισσότερο από την άνοδο των χρηματιστηριακών αγορών. Η ενίσχυση της αξίας των χαρτοφυλακίων τους δημιουργεί θετικό wealth effect, στηρίζοντας την καταναλωτική δαπάνη παρά την επιβάρυνση από το υψηλό κόστος διαβίωσης. Στο πλαίσιο αυτό, **οι αγορές αποτιμούν μία έως δύο ακόμη αυξήσεις του βασικού επιτοκίου της Fed εντός του 2026 και άλλες δύο έως τον Σεπτέμβριο του 2027.**

Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, όπου η ανάπτυξη στηρίζεται στις επενδύσεις, **στην Ευρωζώνη η εικόνα είναι πιο σύνθετη. Η αναθεώρηση του ρυθμού ανάπτυξης του β' τριμήνου στο 0,6% σε τριμηνιαία βάση (α' τρίμ.: 0,0%) εξέπληξε θετικά, αν και οφείλεται κυρίως στην Ιρλανδία.** (Το ιρλανδικό ΑΕΠ αναθεωρήθηκε στο 10,2% από 3,9% που εκτιμήθηκε προηγουμένως με την αύξηση να προέρχεται από άλμα 22% στην βιομηχανική παραγωγή των πολυεθνικών που δραστηριοποιούνται στην Ιρλανδία και κυρίως των φαρμακευτικών). Στην Ευρωζώνη, **θετικά επιδρούν η ανθεκτική αγορά εργασίας, οι δαπάνες σε άμυνα και υποδομές, ιδίως στη**

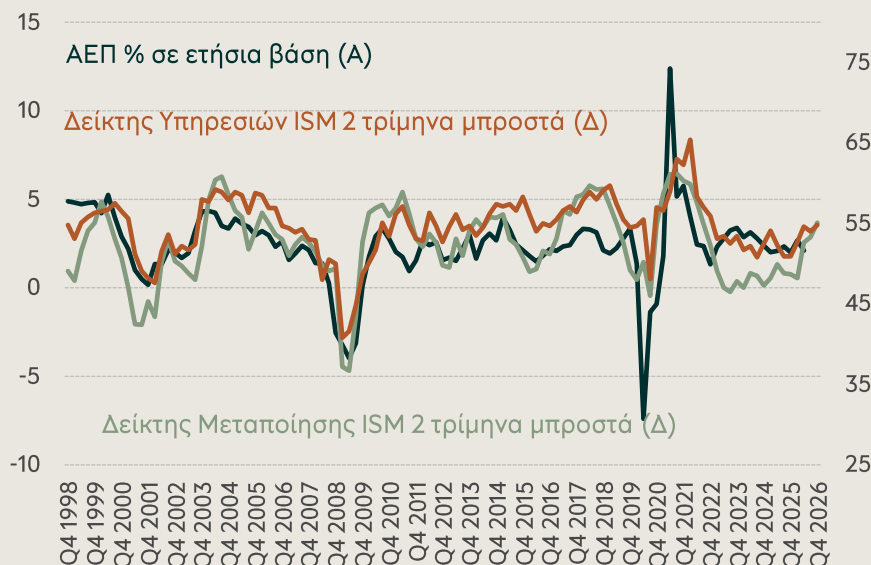
Γερμανία, ενώ και οι δείκτες PMI του Σεπτεμβρίου σηματοδοτούν συνέχιση της ήπιας ανάπτυξης το γ' τρίμηνο. Αντίθετα, οι εξαγωγές προς τις ΗΠΑ κινδυνεύουν από τους δασμούς, η κατασκευαστική δραστηριότητα περιορίζεται και τα πιστοδοτικά κριτήρια αυστηροποιούνται, αν και λιγότερο από το αναμενόμενο. Ο γενικός πληθωρισμός επιταχύνθηκε τον Αύγουστο στο 3,3% (Ιούλ.: 2,9%), σχεδόν αποκλειστικά λόγω της ενέργειας, καθώς ο δομικός υποχώρησε στο 2,4%. Ωστόσο, η υψηλή ενεργειακή εξάρτηση της Ευρώπης διατηρεί ανοδικούς κινδύνους. Για τον λόγο αυτό, **η ΕΚΤ, μετά τη δεύτερη αύξηση του έτους (επιτόκιο καταθέσεων: 2,50%), μετέθεσε την επιστροφή του πληθωρισμού στον στόχο για το 2028, αναθεωρώντας ωστόσο ανοδικά την ανάπτυξη (2026: 0,9%, 2027: 1,4%), ενώ οι αγορές αποτιμούν περίπου 35 μ.β. πρόσθετης αύξησης έως το τέλος του έτους.** Πηγή κινδύνου αποτελεί και η πολιτική αστάθεια στη Γαλλία (spread έναντι Bund: ~152 μ.β.).

Διαφορετική είναι η πρόκληση στην Κίνα, όπου το πρόβλημα δεν είναι ο υψηλός πληθωρισμός αλλά η αδύναμη εσωτερική ζήτηση. Ο ρυθμός ανάπτυξης επιβραδύνθηκε το β' τρίμηνο στο 4,3% σε ετήσια βάση (α' τρίμ.: 5,0%). Οι εξαγωγές παραμένουν ο ισχυρότερος μοχλός ανάπτυξης, ενώ οι λιανικές πωλήσεις, οι πάγιες επενδύσεις και ο χαμηλός πληθωρισμός αποτυπώνουν την περιορισμένη συμβολή της εσωτερικής αγοράς, με την αγορά ακινήτων να λειτουργεί επιβαρυντικά. Με την οικονομική πολιτική να παραμένει υποστηρικτική, ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται γύρω στο 4,5% το 2026 και στο 4,3% το 2027.

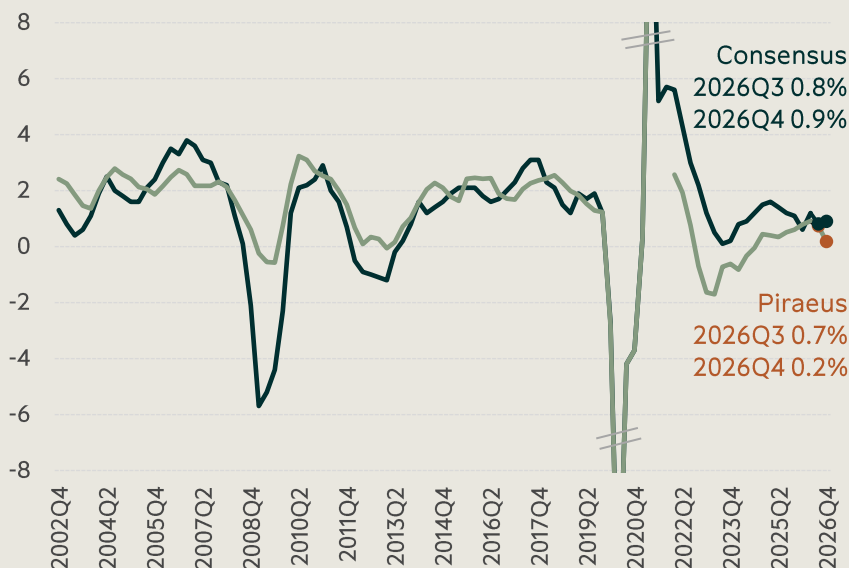
Η επιβράδυνση της Κίνας, σε συνδυασμό με το ενεργειακό σοκ και τη σύσφιξη της Fed, επηρεάζει και τις υπόλοιπες αναδυόμενες οικονομίες, οι οποίες αναμένεται να επιβραδυνθούν το 2026 στο 3,7% (2025: 4,6%), πριν ανακάμψουν στο 4,4% το 2027. Οι υψηλές τιμές ενέργειας πλήττουν δυσανάλογα τους μεγάλους εισαγωγείς ενέργειας, ενώ τα υψηλότερα επιτόκια στις ΗΠΑ αυξάνουν το κόστος εξωτερικού δανεισμού. Έτσι, η απόκλιση μεταξύ των χωρών διευρύνεται, με την Ινδία να ξεχωρίζει χάρη στην ισχυρή εγχώρια ζήτηση και τις οικονομίες με υψηλά δημοσιονομικά ελλείμματα να παραμένουν ευάλωτες. Κερδισμένες αναδεικνύονται οι χώρες-εξαγωγείς εμπορευμάτων και ενέργειας και όσες συμμετέχουν στην αλυσίδα αξίας της τεχνητής νοημοσύνης.

Συνολικά, η παγκόσμια ανάπτυξη κινείται προς το 2027 με ανθεκτική, αλλά ευάλωτη δυναμική καθώς η πορεία των τιμών της ενέργειας θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό τόσο την ένταση της νομισματικής πολιτικής, όσο και την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών.

Η αμερικανική οικονομία αναμένεται να διατηρήσει ικανοποιητικούς ρυθμούς ανάπτυξης, με βασικούς μοχλούς τις επενδύσεις και την κατανάλωση. Οι πρόδρομοι δείκτες υποδηλώνουν συνέχιση της θετικής δυναμικής τόσο στη μεταποίηση, όσο και στις υπηρεσίες.



Ο ρυθμός αύξησης του πραγματικού ΑΕΠ στην ΕΖ παραμένει χαμηλός, ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις συνεχίζουν να υφίστανται. Βασικός κίνδυνος είναι ο στασιμοπληθωρισμός.



Συνολικά, η παγκόσμια οικονομία κινείται προς το 2027 με ανθεκτική, αλλά ευάλωτη δυναμική. Η πορεία των τιμών της ενέργειας θα καθορίσει σε μεγάλο βαθμό τόσο την έκταση της νομισματικής σύσφιξης, όσο και την αγοραστική δύναμη των νοικοκυριών. Πιθανή αποκλιμάκωση στη Μέση Ανατολή θα μπορούσε να περιορίσει τις πληθωριστικές πιέσεις και να δώσει περιθώριο στις κεντρικές τράπεζες να ολοκληρώσουν νωρίτερα το κύκλο αυξήσεων του παρεμβατικού επιτοκίου, ενώ μια νέα κλιμάκωση θα αύξανε τον κίνδυνο στασιμοπληθωρισμού, ιδίως στην ενεργειακά εξαρτημένη Ευρώπη.

Η ΤΝ ενισχύει την παραγωγικότητα στις ΗΠΑ, αλλά τα οφέλη παραμένουν συγκεντρωμένα

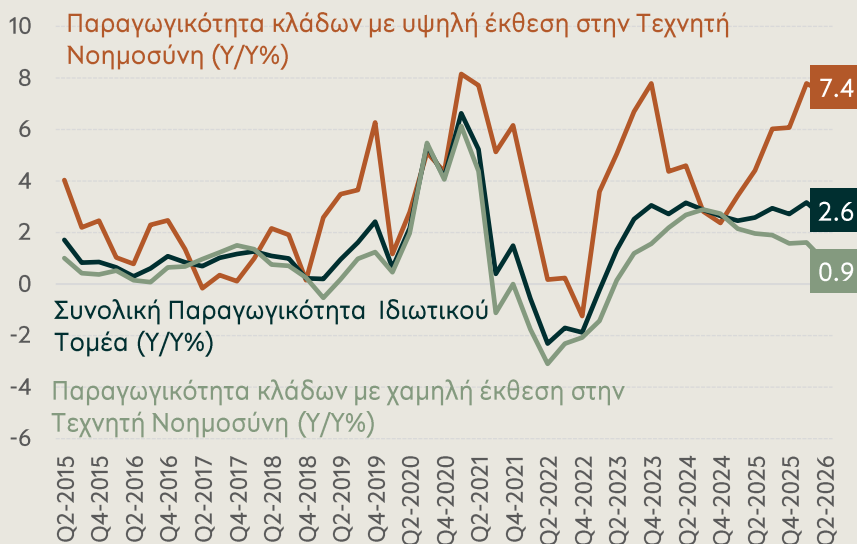
Η παραγωγικότητα της εργασίας στις ΗΠΑ επιταχύνεται από τα τέλη του 2022 και κινείται πάνω από την προ πανδημίας τάση. Σύμφωνα με ανάλυση της Kansas City Fed, η αύξηση της παραγωγικότητας (άθροισμα κλαδικών συνεισφορών) υπερδιπλασιάστηκε φθάνοντας στο 2,5% ετησίως το γ' τρίμ. 2022–β' τρίμ. 2025 (εποχή της παραγωγικής ΤΝ), από 1,2% το 2010–2019. Σύμφωνα με την δική μας ανάλυση, ο ρυθμός αύξησης της πραγματικής προστιθέμενης αξίας ανά ώρα εργασίας έχει επιταχυνθεί στο 2,8% ετησίως από τις αρχές του 2024, από 1,0% την περίοδο 2015-2019.

Η άνοδος, ωστόσο, παραμένει συγκεντρωμένη σε συγκεκριμένους κλάδους. Σύμφωνα με την Kansas City Fed, οι τέσσερις κορυφαίοι κλάδοι (λιανικό εμπόριο, πληροφορική, επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές υπηρεσίες, ακίνητα) που πρωτοστατούσαν και πριν από την πανδημία, σχεδόν διπλασίασαν τη συμβολή τους, κυρίως λόγω της γρήγορης ενσωμάτωσης της ΤΝ. Έως τα μέσα του 2025 η σύνδεση με την ΤΝ ήταν υπαρκτή, αλλά σε μακροοικονομικό επίπεδο περιορισμένη. Οι κλάδοι με υψηλότερη χρήση ΤΝ εμφάνιζαν ταχύτερη αύξηση παραγωγικότητας όμως η χρήση της εξηγούσε ελάχιστα ποιοι κλάδοι οδήγησαν τη συνολική άνοδο: η συμβολή της μεταποίησης, για παράδειγμα, αυξήθηκε περισσότερο από της πληροφορικής, παρά τη χαμηλότερη χρήση ΤΝ. Η κλαδική συμβολή στην συνολική παραγωγικότητα εξαρτιόταν επίσης από το

μέγεθος, ειδικούς παράγοντες και ζητήματα μέτρησης. Η ΤΝ φαινόταν λοιπόν να ενισχύει την παραγωγικότητα εντός κλάδων, αλλά το συνολικό της αποτύπωμα έμενε μικρό καθώς η υιοθέτησή της βρισκόταν ακόμα σε εξέλιξη.

Τα νεότερα στοιχεία δείχνουν ότι η εικόνα σταδιακά αλλάζει. Σύμφωνα με την δική μας ανάλυση, οι κλάδοι με υψηλή έκθεση στην ΤΝ (πληροφορική, επαγγελματικές, επιστημονικές και τεχνικές υπηρεσίες, χρηματοοικονομικές υπηρεσίες), με 17% των ωρών εργασίας και 26% της προστιθέμενης αξίας, εξηγούν περίπου το 45% της αύξησης από το 2024, με ετήσια άνοδο παραγωγικότητας 4,9% έναντι 2,1% στους υπόλοιπους, με κινητήριο μοχλό τον κλάδο της πληροφορικής (μέση ετήσια άνοδος περί το 10%). **Το β' τρίμηνο του 2026 η παραγωγικότητα αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 7,4% στους κλάδους υψηλής έκθεσης, έναντι 0,9% στους κλάδους χαμηλής έκθεσης και 2,6% στο σύνολο, η μεγαλύτερη διαφορά από τις αρχές του 2022.**

Όπως στα πρώτα χρόνια της πληροφορικής, **τα οφέλη εμφανίζονται πρώτα σε όσους υιοθετούν νωρίς την τεχνολογία.** Ευρύτερη διάχυση θα στήριζε ταχύτερη ανάπτυξη χωρίς πληθωριστικές πιέσεις, αν όμως η άνοδος μείνει συγκεντρωμένη θα εξαρτάται από λίγους κλάδους και θα είναι ευάλωτη σε μια επιβράδυνσή τους.



Η ανατομία της ανόδου των αποδόσεων των ομολόγων

Τα τελευταία χρόνια οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων κινούνται έντονα ανοδικά. Πολύ ενδιαφέρον για την διάρκεια της κίνησης αλλά και την επίδραση στην οικονομία και τις άλλες αγορές έχουν οι παράγοντες πίσω από την κίνηση αυτή. Μια άνοδος που προέρχεται λόγω καλύτερων πραγματικών οικονομικών στοιχείων έχει εντελώς διαφορετικές συνέπειες από μια άνοδο λόγω πληθωρισμού ή μεγαλύτερης ανησυχίας για την πορεία του κρατικού χρέους.

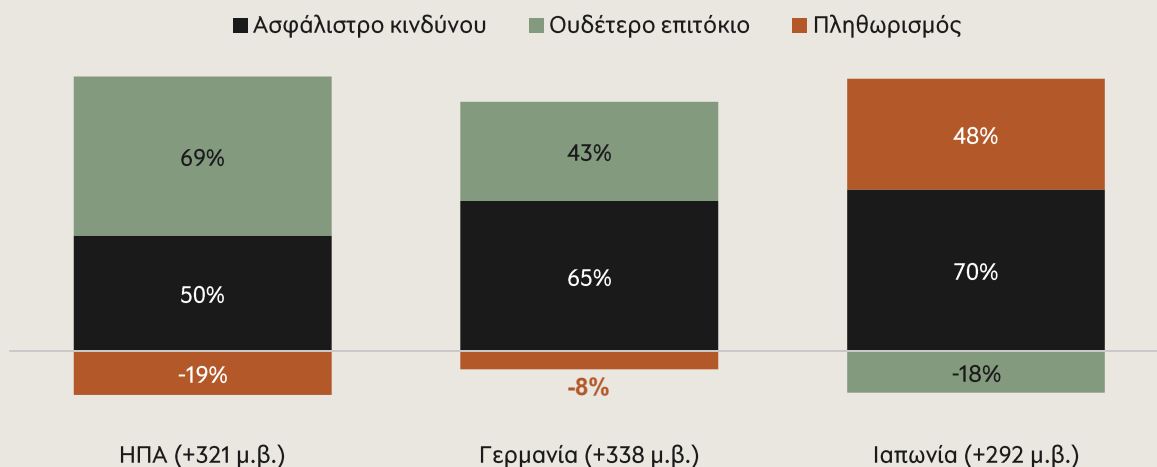
Μέσω στατιστικών μεθόδων και με την βοήθεια της αγοράς των ομολόγων που παρέχουν προστασία από τον πληθωρισμό μπορούμε να χωρίσουμε κάθε απόδοση σε τρία μέρη: τις προσδοκίες πληθωρισμού, το ασφάλιστρο κίνδυνου (term premium) και ως υπόλοιπο, την τεκμαρτή εκτίμηση της αγοράς για το ουδέτερο επιτόκιο (το κόστος του χρήματος που ούτε εμποδίζει αλλά ούτε και ενισχύει την οικονομική ανάπτυξη). Κάθε μέρος επηρεάζεται από διαφορετικούς παράγοντες: οι προσδοκίες πληθωρισμού ενισχύονται προφανώς από την δυναμική του πληθωρισμού, το ουδέτερο επιτόκιο έχει θετική σχέση με εκπλήξεις στην ανάπτυξη και την παραγωγικότητα και το ασφάλιστρο κίνδυνου αυξάνεται λόγω ανησυχιών για τη βιωσιμότητα του χρέους, τα ελλείμματα, τις αυξημένες εκδόσεις μακροπρόθεσμων τίτλων και τον περιορισμό αγορών ομολόγων από τις κεντρικές τράπεζες.

Από τα μέσα Μαρτίου 2022, η απόδοση του αμερικανικού δεκαετούς ομολόγου ανέβηκε από το 2,0% στο 5,2%, του γερμανικού από το 0,25% στο 3,6% και του ιαπωνικού από το 0,2% στο 3,1%, δηλαδή 321, 338 και 292 μονάδες βάσης αντίστοιχα.

Στις ΗΠΑ το 69% της ανόδου οφείλεται στο αναμενόμενο ουδέτερο επιτόκιο (που βρίσκεται κοντά στο 2%, το υψηλότερο των τριών αγορών). Η αγορά έχει αναβαθμίσει τη δυνητική ανάπτυξη και την παραγωγικότητα και αναγνωρίζει ότι η Fed θα κρατήσει θετικά τα πραγματικά επιτόκια. Το ασφάλιστρο κίνδυνου εξηγεί το 50%, συνεπώς με τα διευρυμένα ελλείμματα και την αυξημένη προσφορά Treasuries, ενώ οι προσδοκίες πληθωρισμού αφαίρεσαν 19%. Στη Γερμανία η κίνηση ήρθε κυρίως από το ασφάλιστρο κίνδυνου (65%). Το ουδέτερο επιτόκιο συνεισέφερε το 43%, ενώ οι προσδοκίες πληθωρισμού αφαίρεσαν 8%. Η εικόνα συνάδει με την ποσοτική σύσφιξη της ΕΚΤ και τη δημοσιονομική επέκταση. Οι επενδυτές αμείβονται κυρίως για την απορρόφηση περισσότερου χρέους. Στην Ιαπωνία η μεγαλύτερη συνεισφορά (70%) ήρθε από το ασφάλιστρο κίνδυνου, το υψηλότερο των τριών αγορών, λόγω της παύσης αγορών ομολόγων από την κεντρική τράπεζα σε συνδυασμό με το υπάρχον υψηλό κρατικό χρέος. Οι προσδοκίες πληθωρισμού πρόσθεσαν 48%, λόγω της ισχυρής μισθολογικής δυναμικής, ενώ το ουδέτερο επιτόκιο αφαίρεσε 18% και παραμένει βαθιά αρνητικό, κοντά στο -1%. Ο συνδυασμός αυτός είναι αρνητικό σημάδι τόσο για τις μετοχές της Ιαπωνίας όσο και για το γεν.

Η κυριαρχία των ΗΠΑ σε σχέση τόσο με την συνεισφορά, όσο και με το ύψος του του ουδέτερου επιτοκίου, αποτελεί θετική ένδειξη τόσο για το δολάριο των ΗΠΑ όσο και για τις αμερικανικές μετοχικές αξίες, ιδίως των κλάδων που αναμένεται να ωφεληθούν από μια πιθανή άνοδο της αμερικάνικης παραγωγικότητας.

Συνεισφορά στην άνοδο της απόδοσης του 10ετούς από τον Μάρτιο 2022, % της μεταβολής



Οι προσδοκίες δυνατής κερδοφορίας αντισταθμίζουν την άνοδο του κόστους του χρήματος

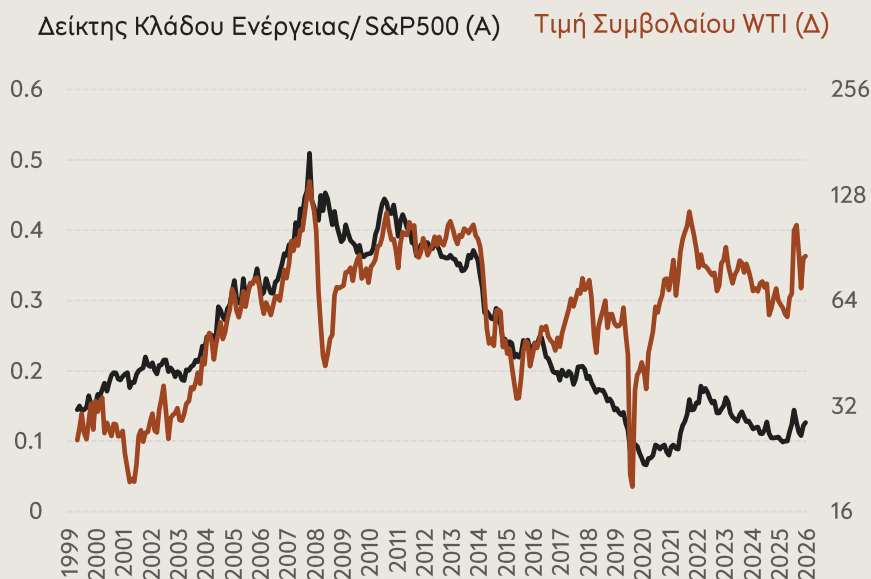
Οι μετοχικές αγορές κινούνται μεταξύ δύο αντίρροπων δυνάμεων. Από τη μία, ο επενδυτικός κύκλος της τεχνητής νοημοσύνης (ΤΝ) και η ανθεκτική παγκόσμια οικονομία στηρίζουν ισχυρή εταιρική κερδοφορία. Από την άλλη, το ενεργειακό σοκ και ο συγχρονισμένος κύκλος αυξήσεων επιτοκίων ωθούν ανοδικά τις αποδόσεις των ομολόγων, τα οποία αρχίζουν πλέον να ανταγωνίζονται τις μετοχικές αναμενόμενες αποδόσεις. Η πρόσφατη άνοδος των μετοχών στηρίζεται στα περισσότερα κέρδη και όχι στις αποτιμήσεις, γεγονός που προσφέρει σημαντική προστασία. Ο λόγος τιμής προς αναμενόμενα κέρδη του S&P 500 υποχώρησε από 23 σε περίπου 19 φορές, με τον δείκτη να βρίσκεται κοντά σε ιστορικά υψηλά. Αυτή η εξέλιξη καθυστερεί ως προς τον κίνδυνο «φούσκας», μεταφέρει όμως τις ανησυχίες στην διατήρηση των υψηλών ρυθμών κερδοφορίας. **Στις ΗΠΑ, η ανάπτυξη κερδοφορίας του S&P 500 εκτιμάται σε 33% για το 2026 και 15% για το 2027, διευρυμένη πέρα από τις Magnificent 7, καθώς και οι υπόλοιπες εταιρείες αυξάνουν τα κέρδη τους άνω του 20%.** Ώθηση δίνουν οι επενδύσεις σε data centers, ενεργειακές υποδομές και βιομηχανικό εξοπλισμό, με τις δαπάνες των μεγάλων τεχνολογικών εταιρειών να ξεπερνούν τα 1,1 τρις δολάρια το 2027. Ωστόσο, οι εταιρείες καταγράφουν υπερκέρδη από τα περιθώρια ημιαγωγών και συμμετοχές σε μη εισηγμένες, οπότε η επιβράδυνση των κερδών το 2027 είναι σχεδόν βέβαιη και η βασική αβεβαιότητα αφορά πλέον το μέγεθος αυτής. **Αρνητικοί παράγοντες είναι ότι λιγότερο από 30% των μετοχών διατηρούν ακόμα μια ανοδική δυναμική** (είναι πάνω από τον κινητό μέσο όρο των 50 ημερών), ενώ οι κεφαλαιουχικές δαπάνες χρηματοδοτούνται ολοένα περισσότερες με δανεισμό, αυξάνοντας την ευαισθησία στο κόστος κεφαλαίου. Οι κλάδοι που δεν ωφελούνται από την παραγωγικότητα της ΤΝ είναι πιο ευάλωτοι στο ακριβότερο χρήμα. Διατηρούμε ουδέτερη άποψη για τις ΗΠΑ και αναπροσαρμόζουμε τις κλαδικές μας προτιμήσεις. Αναβαθμίζουμε σε θετική την Ενέργεια, ως ελκυστική αντιστάθμιση έναντι γεωπολιτικής αβεβαιότητας με θεμελιώδη — ταμειακές ροές και μόχλευση — καλύτερα του ιστορικού μέσου όρου. Παραμένουμε θετικοί στις Τράπεζες, οι οποίες έχουν πλεόνασμα κεφαλαίου, ανοδική κερδοφορία, ελκυστικές αποτιμήσεις και ευνοϊκό περιβάλλον υψηλών επιτοκίων. Διατηρούμε θετική στάση στην Υγεία, χάρη σε λογικές αποτιμήσεις, αμυντικά χαρακτηριστικά και ωφέλεια από την ΤΝ. Υποβαθμίζουμε σε ουδέτερη την Κοινή Ωφέλεια και τις Small Caps, λόγω της ευαισθησίας τους στο κόστος του χρήματος (ανάγκες αναχρηματοδότησης). **Στην Ευρώπη, η βελτίωση της μακροοικονομικής εικόνας δεν αρκεί για να αντισταθμίσει το υψηλό ενεργειακό κόστος και τον πολιτικό κίνδυνο.** Τα κέρδη εκτιμάται ότι θα

αυξηθούν 21% το 2026 και 13% το 2027, με εύλογη αποτίμηση περίπου 14 φορές τα αναμενόμενα κέρδη. Ωστόσο, το φυσικό αέριο πλήττει δυσανάλογα τη βιομηχανία. Η άνοδος των αποδόσεων των ομολόγων ανεβάζει το κόστος χρηματοδότησης, και πιέζει τις αποτιμήσεις. Έτσι, η πιθανότητα απογοήτευσης έναντι των προσδοκιών για υψηλή κερδοφορία παραμένει σημαντική, δεδομένου ότι την προηγούμενη διετία η ανάπτυξη των κερδών ήταν σχεδόν μηδενική. Η στάση μας για την Ευρωζώνη παραμένει ήπια αρνητική. Διατηρούμε θετική θέση στις Πρώτες Ύλεις, που στηρίζονται στη διαρθρωτική ζήτηση από την ΤΝ, τις αμυντικές δαπάνες, τις υψηλές τιμές εμπορευμάτων, καθώς και στις επενδύσεις σε δίκτυα και αποθήκευση ενέργειας. Παραμένουμε θετικοί στην Υγεία (όπως στις ΗΠΑ). Υποβαθμίζουμε σε ουδέτερο τον κλάδο των Υπηρεσιών Επικοινωνίας, προκειμένου να ενισχύσουμε τον Τεχνολογικό κλάδο, καθώς η ζήτηση σε υπηρεσίες πληροφορικής παραμένει σταθερή, οι ευρωπαϊκές εταιρείες κατέχουν κομβικές θέσεις στην αλυσίδα ημιαγωγών και σημειώνεται αύξηση της υπολογιστικής ισχύος στην Ευρώπη. Υποβαθμίζουμε την θέση μας στα Ακίνητα και την Κοινή Ωφέλεια, λόγω ευαισθησίας στο κόστος του χρήματος. **Στην Ιαπωνία, η αγορά ενισχύθηκε περίπου 20% φέτος, στηριζόμενη στην κερδοφορία (+12% το 2026) και στο αδύναμο γεν.** Ωστόσο, η αποτίμηση, περίπου 17 φορές τα αναμενόμενα κέρδη, θεωρείται πλέον σχετικά ακριβή. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας συνεχίζει τις αυξήσεις επιτοκίων και η επεκτατική δημοσιονομική πολιτική ωθεί ανοδικά τις μακροχρόνιες αποδόσεις. Παρέμβαση στην αγορά συναλλάγματος ή επαναπατρισμός κεφαλαίων θα ανατιμούσε απότομα το γεν, πλήττοντας τους εξαγωγές, ενώ και η άνοδος του κόστους του χρήματος θα έχει αρνητική επίπτωση στην κερδοφορία. Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη. **Οι αναδυόμενες αγορές προσφέρουν έκθεση σε τεχνολογία, μέσω ημιαγωγών σε Ταϊβάν και Κορέα, και σε εμπορεύματα, με χαμηλότερες αποτιμήσεις,** ενώ αναμένεται να έχουν την ισχυρότερη αύξηση κερδών παγκοσμίως, περίπου 40% το 2026 και 19% το 2027. Επίσης στην Κίνα ο κλάδος της τεχνολογίας εμφανίζεται 25% φτηνότερος από τον NASDAQ 100. Στα αρνητικά: και στις αγορές αυτές η απόδοση είναι έντονα συγκεντρωμένη σε λίγες εταιρείες που σχετίζονται με την ΤΝ (Κορέα +83% και την Ταϊβάν +63% σε δολάριο ΗΠΑ), ενώ η αυξανόμενη συσχέτιση με την αμερικανική τεχνολογία περιορίζει το όφελος διασποράς. Επίσης, ο κύκλος των ημιαγωγών δείχνει σημάδια ωρίμανσης (οι νέες παραγγελίες υποχωρούν, τα αποθέματα στην Ταϊβάν αυξάνονται ταχύτερα από τις αποστολές) και το ισχυρότερο δολάριο και το ακριβό πετρέλαιο επιβαρύνουν τις οικονομίες. Θεωρούμε ότι οι χαμηλές αποτιμήσεις, στο στάδιο αυτό, προσφέρουν ένα σημαντικό μαξιλάρι στους κινδύνους αυτούς. Διατηρούμε την ουδέτερη θέση μας.

Η κερδοφορία όλων των εταιρειών στις ΗΠΑ, όπως αυτή αποτυπώνεται στους λογαριασμούς του ΑΕΠ αναπτύσσεται με ρυθμούς πάνω από το 20%. Για την διατήρηση των ρυθμών αυτών, μια διατηρήσιμη άνοδος της παραγωγικότητας της εργασίας πάνω από το 2% είναι ένας από τους αναγκαίους παράγοντες.



Σε σχέση με την παρατηρούμενη άνοδο της τιμής του πετρελαίου, ο κλάδος της ενέργειας παραμένει υποτιμημένος .



Η δυναμική της ΤΝ συνεχίζει να ωθεί ανοδικά την κερδοφορία και τις μετοχικές αγορές. Η βασική αβεβαιότητα εντοπίζεται στην διατήρηση των υψηλών ρυθμών της κερδοφορίας. Το υψηλό κόστος χρήματος αποτελεί έναν βασικό παράγοντα κίνδυνου στην προεξόφληση του θετικό αντίκτυπου της ΤΝ. Η έκθεση στον κλάδο της ενέργειας αποτελεί πηγή μερικής αντιστάθμισης του κίνδυνου αυτού.

Η δυναμική της οικονομίας και οι δημοσιονομικές ανησυχίες συνεχίζουν να πιέζουν τα ομόλογα

Η ανθεκτικότητα της αμερικανικής οικονομίας, η πιο αυστηρή Fed και η εκ νέου άνοδος των τιμών ενέργειας που αναζωπύρωσε τις πληθωριστικές πιέσεις οδήγησαν τις αποδόσεις στη λήξη των ομολόγων σε πολυετή υψηλά. Η Fed αύξησε τα επιτόκια κατά 25 μ.β. τον Σεπτέμβριο με την αγορά να αναμένει συνολικά μέχρι και 4 αυξήσεις επιτοκίων έως το τέλος του 2027. Η ομιλία του Προέδρου Warsh στο Jackson Hole είχε κάπως προϊδεάσει την αγορά, καθώς είχε αναφέρει ότι πολλές συνιστώσες του πληθωρισμού παραμένουν πάνω από το 3%, ειδικά αυτές που επηρεάζουν και τον δείκτη πληθωρισμού που παρακολουθεί η Fed. Οι προσπάθειες από το Υπουργείο Οικονομικών για επαναγορά ομολόγων αλλά και παρέμβαση στην ισοτιμία γιεν δολάριο προκειμένου οι Ιάπωνες επενδυτές να μην χρειάζεται να ρευστοποιούν αμερικανικά ομόλογα, έφεραν μόνο βραχυπρόθεσμα αποτελέσματα, ωστόσο κατέδειξαν την επαγρύπνηση των αρχών. Ενδιαφέρον παρουσιάζει ότι η αύξηση των αποδόσεων αυτή την φορά δεν συνοδεύτηκε με ανάλογη αύξηση του term premium (βλ. ειδικό θέμα 2), αλλά περισσότερο βασίστηκε στην ανοχή και εξαιρετική επίδοση δεικτών της οικονομίας (αγορά εργασίας, ISM, PMI). Η ονομαστική ανάπτυξη στις ΗΠΑ βρίσκεται στο 6,7% και υπάρχει συσχέτιση με τις μελλοντικές αποδόσεις των ομολόγων. Ο υποδείκτης των νέων παραγγελιών/αποθέματα είναι ο μόνος που προβληματίζει με την υστέρησή του. Παράλληλα, η συζήτηση για τα όρια της τεχνητής νοημοσύνης και η μεγαλύτερη, από την εποχή των σιδηροδρόμων, εξάρτηση της αμερικανικής οικονομίας από αυτή την θεματική μας κάνει και θεωρούμε τα ομόλογα ως μια ελκυστική επένδυση αντιστάθμισης (hedging). **Τα ομόλογα εμφανίζονται υπερπωλημένα και η διάψευση των εκτιμήσεων για τον αριθμό των αυξήσεων από την Fed θα μπορούσε να προσφέρει μια βραχυπρόθεσμη ανοδική κίνηση στις τιμές.** Μια πιο βιώσιμη ωστόσο κίνηση θα απαιτήσει την διάψευση των προσδοκιών της ανάπτυξης από την ΤΝ, ή και μια πιο περιοριστική δημοσιονομική πολιτική. Οι ενδιάμεσες εκλογές αποτελούν δυνητικά ένα ρίσκο. **Συμπερασματικά, διατηρούμε ουδέτερη άποψη για τα αμερικανικά ομόλογα.**

Στην Ευρωζώνη, είναι γεγονός ότι η μεγαλύτερη ενεργειακή εξάρτηση της Ευρωζώνης σε επίπεδο πετρελαίου, αποθεμάτων φυσικού αερίου αλλά και diesel την καθιστά πιο ευάλωτη σε πληθωριστικές πιέσεις. Αυτό όμως ενδεχομένως να αποτελέσει και θετικό παράγοντα για τα ομόλογά της σε περίπτωση εκκλειρίας ή και επίλυσης των γεωπολιτικών μετώπων,

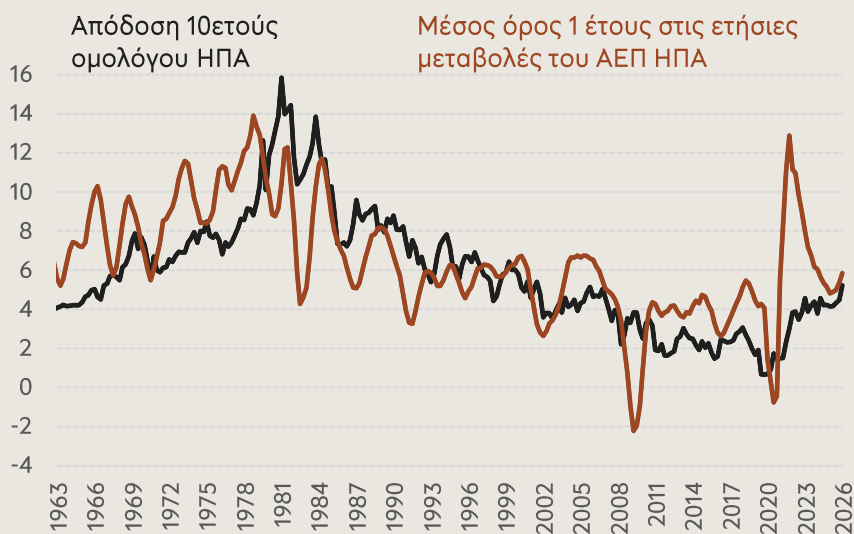
καθώς όπως έχει τονίσει και η πρόεδρος της ΕΚΤ δεν παρατηρούνται μέχρι στιγμής σημαντικές δευτερογενείς επιπτώσεις και δεν διαφαίνονται αξιοσημείωτες και μόνιμες πληθωριστικές πιέσεις από το μισθολογικό κόστος. Παράλληλα, θεωρούμε ότι ενδεχομένως η πεποίθηση της αγοράς για 4 σχεδόν αυξήσεις επιτοκίων μέχρι το 2027 να είναι υπερβολική. Πιθανά, μπορεί να υπάρξει στο διάστημα αυτό εξομάλυνση των γεωπολιτικών εντάσεων. Το 2027 αναμένονται εκλογές σε σημαντικές χώρες της Ευρωζώνης (Γαλλία, Ιταλία, Ισπανία, Ελλάδα) και σε τοπικό επίπεδο στη Γερμανία και πιθανώς οι ανησυχίες για την ανάπτυξη να επιστρέψουν. Το spread Γερμανίας- Γαλλίας έφτασε σε υψηλό από το 2012. Παράδειγμα πολιτικού ρίσκου αποτελεί το δημοσιονομικό πακέτο της Γερμανίας, η εφαρμογή του οποίου πιθανώς να αντιμετωπίσει δυσκολίες και ίσως τότε η αγορά να αναπροσαρμόσει τις εκτιμήσεις της και για την ανάπτυξη τα επόμενα έτη. Επιπρόσθετα, η απόδοση του 10ετούς στη Γερμανία βρίσκεται στο 3,6% πολύ κοντά στην ονομαστική ανάπτυξη της οικονομίας. **Συμπερασματικά και καθώς θεωρούμε ότι η ανάπτυξη της Ευρωζώνης δεν μπορεί να παραμείνει ανεπηρέαστη από τα υψηλά επιτόκια, παραμένουμε ήπια θετικοί για τα κρατικά ομόλογα Ευρωζώνης. Στα τρέχοντα επίπεδα οι αποδόσεις παρουσιάζουν ενδιαφέρον και μπορεί να προσελκύσουν μακροπρόθεσμους αγοραστές.** Ρίσκα για την στρατηγική μας αποτελούν η αύξηση των ανησυχιών για τα δημοσιονομικά και η εμφάνιση δευτερογενών επιπτώσεων στον πληθωρισμό (μισθοί).

Τα spreads των εταιρικών ομολόγων σε Ευρωζώνη και ΗΠΑ παρουσιάζουν περιορισμένες μεταβολές από την αρχή του έτους. **Στις ΗΠΑ παραμένουμε ήπια αρνητικοί στα IG ομόλογα,** καθώς δεν θεωρούμε ότι αντικατοπτρίζονται στα παρόντα χαμηλά επίπεδα οι κίνδυνοι από την αύξηση της μεταβλητότητας που αναμένουμε λόγω της ανόδου του χρέους για χρηματοδότηση της θεματικής ΤΝ. Θεωρούμε ότι η αύξηση της μεταβλητότητας θα επηρεάσει και τα HY, για τα οποία **διατηρούμε την αρνητική μας στάση. Στην Ευρωζώνη παραμένουμε ήπια θετικοί για τα IG ομόλογα,** καθώς οι κλάδοι που έχουν και μεγαλύτερη στάθμιση στα IG ομόλογα (ενέργεια, χρηματοοικονομικά, τεχνολογία) παρουσιάζουν ανθεκτικούς ισολογισμούς και δεν παρατηρείται ακόμα σημαντική αύξηση του χρέους (και ρίσκου) για χρηματοδότηση ΤΝ. **Στα HY ομόλογα διατηρούμε την αρνητική μας στάση,** η οποία συνάδει και με την ήπια αρνητική στάση μας στην μετοχική κατηγορία της Ευρωζώνης.

Σχέση ονομαστικής ανάπτυξης και αποδόσεων 10ετών ομολόγων σε Γερμανία



Σχέση ονομαστικής ανάπτυξης και αποδόσεων 10ετών ομολόγων σε ΗΠΑ



Στο 3,6% η απόδοση του 10ετούς Γερμανίας βρίσκεται πολύ κοντά στην ονομαστική ανάπτυξη, ενώ στις ΗΠΑ στο 5,3% υπολείπεται (ετήσιος μέσος όρος Γερμανίας 3,6% και ΗΠΑ 5,8%). Σε αντίθεση με τις ΗΠΑ η άνοδος των αποδόσεων στη Ευρώπη (ιδίως εκτός Γερμανίας) δεν εξηγείται λόγω της ανοδικής επανεκτίμησης της δυνητικής ανάπτυξης, οπότε είναι πιο πιθανό να αντιστραφεί.

Το ισχυρό δολάριο συνεχίζει και ασκεί πιέσεις στις τιμές των εμπορευμάτων

Οι τιμές του πετρελαίου παρουσίασαν σημαντική άνοδο το γ' τρίμηνο, καθώς η συμφωνία μεταξύ ΗΠΑ-Ιράν δεν εφαρμόστηκε στην πράξη και η ροή από τα στενά του Ορμούζ παραμένει περιορισμένη. Η μεταβλητότητα στην τιμή παραμένει υψηλή, αλλά όχι στα επίπεδα του β' τριμήνου. Οι τιμές δεν έχουν επιστρέψει στα υψηλά του έτους καθώς η ροή από το Ορμούζ δεν είναι σε μηδενικά επίπεδα (σιγά σιγά επανέρχεται), η Σαουδική Αραβία προσπαθεί να επιδιορθώσει ζημιές σε υποδομές ταχύτερα, η ζήτηση από την Κίνα ανέκαμψε αλλά παραμένει υποτονική και η παραγωγή πετρελαίου στις ΗΠΑ διατηρείται σε ιστορικά υψηλά επίπεδα. Παράλληλα, η αγορά αναμένει όπως φαίνεται από την εικόνα των συμβολαίων μακρινής λήξης ότι μεσοπρόθεσμα θα υπάρξει αποκλιμάκωση. Η τιμή του diesel λόγω επιθέσεων σε διυλιστήρια σε Ρωσία, Ουκρανία και σε χώρες του Κόλπου έφτασε κοντά σε ιστορικά υψηλά, επηρεάζοντας ευρύτερους τομείς της οικονομίας. Ταυτόχρονα και η ζήτηση ενέργειας διατηρείται σε υψηλά επίπεδα, λόγω της ανθεκτικότητας της οικονομίας και της ζήτησης για data centers. Μια υπέρβαρη στάθμιση στα χαρτοφυλάκια ενέχει κίνδυνο στην παρούσα φάση μιας εκεχειρίας που θα οδηγήσει πιθανά σε επιβεβαίωση του σεναρίου περί πλεονάσματος προσφοράς το 2027, όπως εκτιμούν τόσο η Διεθνής όσο και η Αμερικανική Επιτροπή

Ενέργειας. Αντίστοιχα μία υπόβαρη στάθμιση από την άλλη δεν λαμβάνει υπόψιν τον κίνδυνο κλιμάκωσης ή παρατεταμένης σύγκρουσης, της ανάγκης αναπλήρωσης των στρατηγικών αποθεμάτων καθώς και της μη αποκατάστασης των ζημιών σε υποδομές. Συμπερασματικά, **παραμένουμε ουδέτεροι για την τιμή πετρελαίου.**

Η τιμή του χρυσού ανέκαμψε σε σχέση με το β' τρίμηνο, ωστόσο έχει απωλέσει σχεδόν όλα τα κέρδη του έτους. Οι λόγοι μπορούν να αναζητηθούν στην εκ νέου συσχέτιση της τιμής με τις αποδόσεις στη λήξη των αμερικανικών ομολόγων και στην ενδυνάμωση του δολαρίου. Παράλληλα, ορισμένες Κεντρικές Τράπεζες είτε χωρών του Κόλπου, είτε αναδυόμενων οικονομιών φέρονται να έχουν προβεί σε ρευστοποιήσεις για να στηρίξουν τους προϋπολογισμούς και τα νομίσματά τους. Ταυτόχρονα, η τεχνική εικόνα του χρυσού παραμένει ουδέτερη. Ωστόσο, οι αγορές από Κεντρικές Τράπεζες αναμένεται να συνεχισθούν, καθώς οι γεωπολιτικές εξελίξεις διατηρούν αμείωτο το ενδιαφέρον. **Συνεξετάζοντας τις ανωτέρω παραμέτρους παραμένουμε ουδέτεροι για την τιμή του χρυσού.** Συνολικά όσο διαρκεί το περιβάλλον ισχυροποίησης του δολαρίου οι τιμές των εμπορευμάτων θα βρίσκονται υπό πίεση.

Η ισχυρή οικονομία των ΗΠΑ συνεχίζει να ωθεί ανοδικά το δολάριο

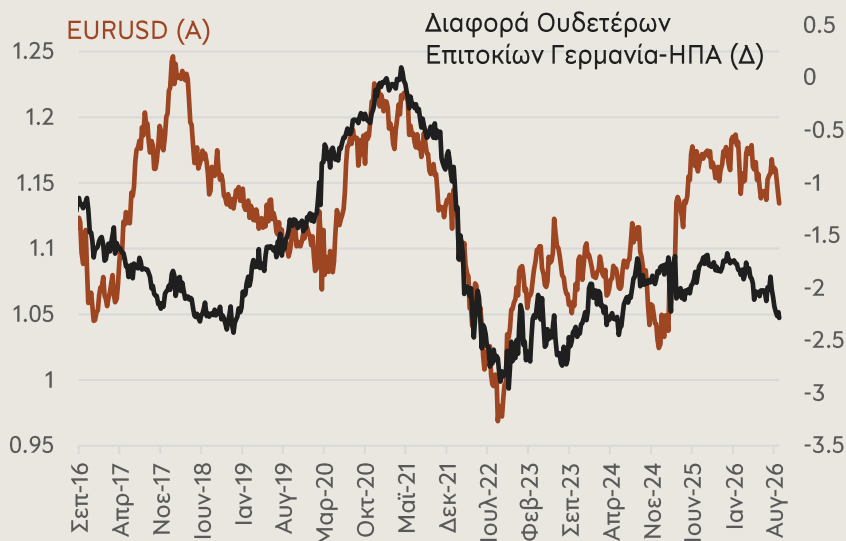
Η ισχυρή οικονομική ανάπτυξη στις ΗΠΑ, όπως αυτή αποτυπώνεται τόσο στα οικονομικά στοιχεία όσο και μέσω των προσδοκιών στην αγορά ομολόγων (Ειδικό Θέμα 2), βρίσκεται πίσω από την πρόσφατη άνοδο του δολαρίου. Παράλληλα, η συνέχιση του πετρελαϊκού σοκ αποτελεί θετικό παράγοντα για το δολάριο (οι ΗΠΑ είναι καθαρός εξαγωγέας ενέργειας), ενώ ο κίνδυνος αξιοπιστίας της Fed περιορίστηκε: η αύξηση των επιτοκίων στο 3,75%-4,00% και η σαφής αντιπληθωριστική δέσμευση της νέας ηγεσίας αποδυνάμωσαν το αφήγημα της «απαξίωσης» του δολαρίου. Στο ευρώ, οι δομικοί παράγοντες συνδυάζονται με κυκλικές πιέσεις. Η καθοδήγηση της ΕΚΤ «από συνεδρίαση σε συνεδρίαση» δεν συνάδει με μια αυστηρή νομισματική πολιτική. Το Brent κοντά στα 100 δολάρια και τα χαμηλά αποθέματα αερίου επιδεινώνουν τους δρους εμπορίου της Ευρωζώνης, ενώ η διεύρυνση του 10-ετους spread Γαλλίας-Γερμανίας δείχνει ότι το δημοσιονομικό ασφάλιστρο δεν είναι πλέον αμιγώς αμερικανικό ζήτημα. **Αναμένουμε διατήρηση της πτωτικής τάσης, στο εύρος 1,1500-1,0600, με στόχο έτους το 1,12 (από 1,15).**

Στο γιεν, κύριο θετικό στοιχείο είναι το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών: τον Ιούλιο το πλεόνασμα ανήλθε σε ~3 τρις γιεν, πάνω από τις εκτιμήσεις, επιβεβαιώνοντας την ισχυρή καθαρή εξωτερική θέση της χώρας. Η σύνθεσή του όμως περιορίζει τη στήριξη προς το νόμισμα, καθώς προέρχεται σχεδόν εξ ολοκλήρου από αποδόσεις ιαπωνικών επενδύσεων στο εξωτερικό, που σε μεγάλο βαθμό επανεπενδύονται εκτός Ιαπωνίας, ενώ το εμπορικό ισοζύγιο παραμένει ελλειμματικό λόγω ενέργειας. Αρνητικά, η υποτονική παραγωγικότητα και η συρρίκνωση του εργατικού δυναμικού περιορίζουν τον δυνητικό ρυθμό ανάπτυξης και το επίπεδο επιτοκίων που αντέχει η οικονομία. Από την άλλη πλευρά, η άνοδος των πραγματικών μισθών, η μείωση των επιτοκιακών spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας, η πιθανότητα επαναπατρισμού των carry trades (καθώς αυξάνεται η μεταβλητότητα στην αγορά συναλλάγματος) και η οριοθέτηση της περιοχής 165-160 ως άνω όριο, μετά από δύο παρεμβάσεις των ιαπωνικών αρχών, αποτελούν θετικούς παράγοντες που αναμένεται τελικά να επικρατήσουν. **Εκτιμούμε εύρος 150-164, με στόχο έτους το 152 (από 150).**

Η πτώση της τιμής του χρυσού συμβαδίζει με την ενδυνάμωση του δολαρίου



Η υπεροχή της οικονομίας των ΗΠΑ έναντι της Ευρωζώνης οδηγεί σε πτώση της διαφοράς ουδέτερων επιτοκίων Γερμανίας- ΗΠΑ, ασκώντας καθοδικές πιέσεις στο ευρώ



Το δολάριο των ΗΠΑ αναμένεται να συνεχίσει την άνοδό του καθώς η αμερικανική οικονομία είναι σε πολύ καλύτερη θέση ως προς την ικανότητά της να απορροφήσει το υψηλότερο κόστος χρήματος που επιφέρει άνοδο των αποδόσεων των ομολόγων διεθνώς.

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

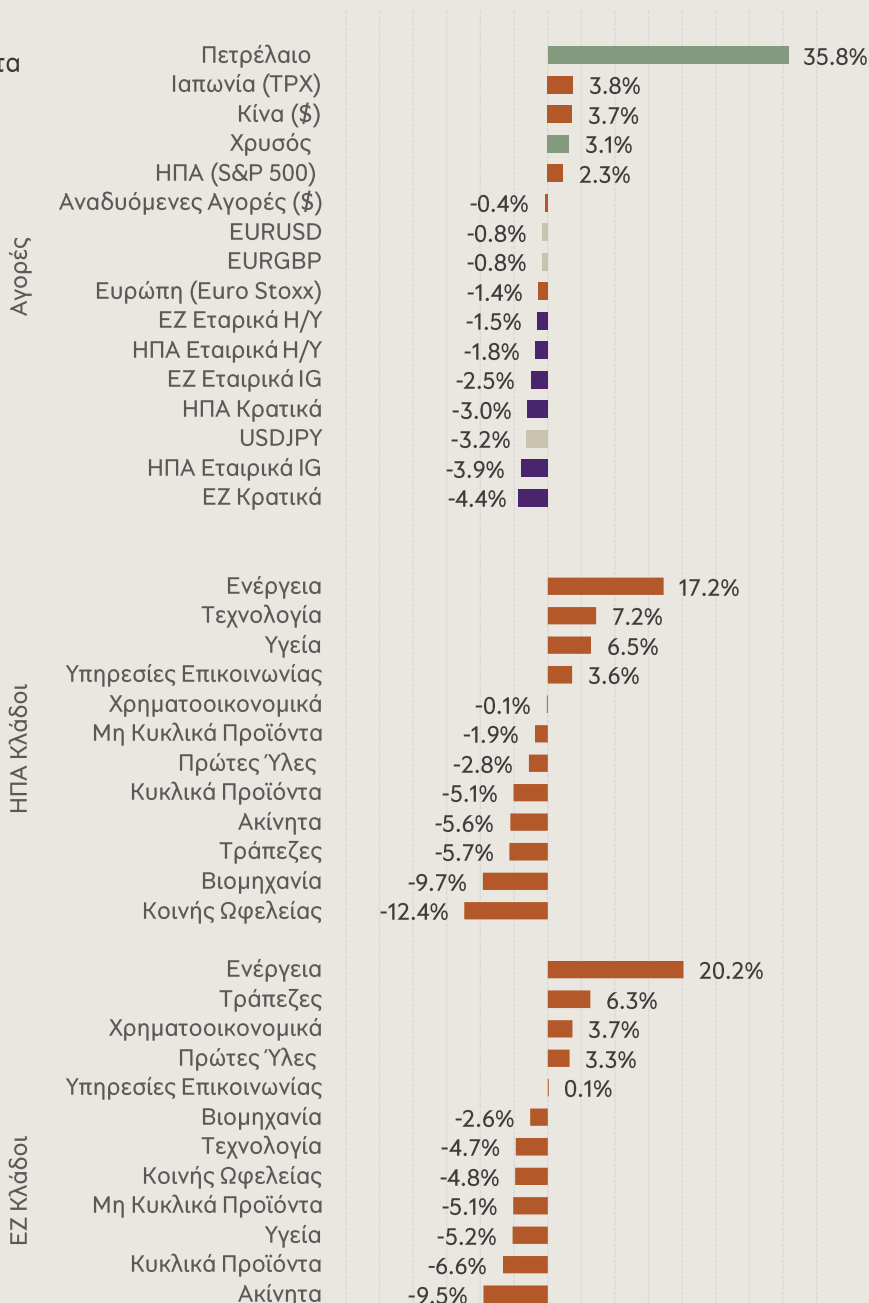
«Η Επενδυτική Στρατηγική βασίζεται σε μέσο - μακροπρόθεσμες σχέσεις μεταξύ αγορών και μακροοικονομικών / εταιρικών θεμελιωδών μεγεθών όπως αυτές εκτιμώνται από το τμήμα Economic Research & Investment Strategy.

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, και αναπροσαρμόζουμε τις κλαδικές μας προτιμήσεις: μεταβάλλουμε την άποψή μας για τις εταιρείες μικρές κεφαλαιοποίησης και εταιρείες κοινής ωφέλειας από ήπια θετική σε ουδέτερη, ενώ διατηρούμε τη θετική μας άποψη για την υγεία και τις τράπεζες. Αναβαθμίζουμε σε θετική την Ενέργεια, ως ελκυστική αντιστάθμιση έναντι γεωπολιτικής αβεβαιότητας.
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ και αναπροσαρμόζουμε τις κλαδικές μας προτιμήσεις: διατηρούμε τη θετική μας άποψη για την υγεία και τις πρώτες ύλες, μεταβάλλουμε την άποψή μας στα ακίνητα, την κοινή ωφέλεια και τις υπηρεσίες επικοινωνίας από ήπια θετική σε ουδέτερη, ενώ ενισχύουμε την θέση μας στην τεχνολογία από ουδέτερη σε ήπια θετική.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς η αποτίμησή της θεωρείται πλέον σχετικά ακριβή. Η Τράπεζα της Ιαπωνίας συνεχίζει τις αυξήσεις επιτοκίων και η άνοδος του κόστους του χρήματος θα έχει αρνητική επίπτωση στην κερδοφορία.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας καθώς προσφέρουν έκθεση σε τεχνολογία, μέσω ημιαγωγών σε Ταϊβάν και Κορέα, και σε εμπορεύματα, με χαμηλότερες αποτιμήσεις από τις ανεπτυγμένες,
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας, καθώς αν και αναγνωρίζουμε την δυναμική της οικονομίας και τις βραχυπρόθεσμες έντονες πληθωριστικές πιέσεις, ωστόσο θεωρούμε ότι στα επίπεδα αυτά θα προσελκύσουν βραχυπρόθεσμους αγοραστές καθώς εκτίμηση της αγοράς για το πλήθος των αυξήσεων ίσως αποδειχθεί υπερβολική. Η μεσοπρόθεσμη τάση παραμένει πτωτική.
Κρατικά Ευρωζώνης	Ήπια Θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη, καθώς παρά την ενεργειακή της εξάρτηση θεωρούμε ότι μακροπρόθεσμα η Ευρωζώνη δεν μπορεί να αντέξει το επίπεδο των επιτοκίων αυτών και παράλληλα ενσωματώνουμε και το πολιτικό ρίσκο της επόμενης χρονιάς.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς στα πολυετή χαμηλά επίπεδα spreads δεν θεωρούμε ότι αποτυπώνονται οι κίνδυνοι για την αποδοτικότητα των επενδύσεων στην τεχνητή νοημοσύνη.
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	Ήπια Θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική μας άποψη καθώς διατηρούνται ισχυρά τα θεμελιώδη των εταιρειών, ιδιαίτερα στους κλάδους που απαρτίζουν τους IG εκδότες.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΕΖ	Αρνητική	Διατηρούμε την αρνητική μας άποψη, καθώς οι ΗΥ εκδότες είναι πιο ευάλωτοι στην διατήρηση του αυξημένου ενεργειακού κόστους και σύμφωνα με το μοντέλο μας τα spreads θα έπρεπε να διαμορφώνονται σε σημαντικά υψηλότερα επίπεδα.
Συνάλλαγμα		
EURUSD	Ήπια Αρνητική	Παραμένει ήπια αρνητική η άποψή μας. Οι ισχυρότεροι ρυθμοί ανάπτυξης των ΗΠΑ και η γενικότερα ανθεκτική οικονομία της αναμένεται να συνεχίσουν να συντηρούν την δυναμική του δολαρίου. Ωστόσο το ευρώ βραχυπρόθεσμα εμφανίζεται υπερτιμημένο. Ο 12μηνος στόχος για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου τοποθετείται στο 1,12 με εύρος διακύμανσης (1,0600-1,1500).
USDJPY	Ήπια Αρνητική	Μεταβάλλουμε την αρνητική μας άποψη σε ήπια αρνητική, καθώς αν και το γιεν παραμένει υποτιμημένο, η οικονομία των ΗΠΑ είναι σε καλύτερη θέση να δεχτεί την άνοδο των επιτοκίων λόγω της υψηλότερης παραγωγικότητας. Σε ορίζοντα έτους αναμένουμε το εύρος διακύμανσης μεταξύ και 150-164, με ετήσιο στόχο το 152.
EURGBP	Ουδέτερη	Σε ορίζοντα 12 μηνών, εκτιμούμε πτωτική τάση του EUR/GBP εντός εύρους 0,8700-0,8230 με στόχο δωδεκαμήνου στο 0,84. Οι ρυθμοί ανάπτυξης παραμένουν παρόμοιοι και στις δύο οικονομίες, αλλά η ΒοΕ αναμένεται να είναι πιο επιθετική ενώ η Ευρωζώνη αντιμετωπίζει αυξημένο πολιτικό κίνδυνο (εκλογικός κύκλος).
Εμπορεύματα		
Χρυσός	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς οι αγορές από Κεντρικές Τράπεζες αναμένεται να στηρίζουν την τιμή εξισορροπώντας τις πιέσεις από την άνοδο των αποδόσεων και την ενδυνάμωση του δολαρίου.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς η μεταβλητότητα διατηρείται, η αγορά προσπαθεί να ισορροπήσει μετά την κατάρρευση της εκεχειρίας και τα ρίσκα για οποιαδήποτε αλλαγή στάσης παραμένουν υψηλά.

Αποδόσεις Γ' Τριμήνου

- Μετοχές
- Ομόλογα
- Εμπορεύματα
- FX



Ευρωζώνη	2023	2024	2025	Α΄ Τρίμηνο 2026	Β΄ Τρίμηνο 2026	Β΄ Τρίμηνο 2026
Πραγματικό ΑΕΠ (Ετήσια Μεταβολή %)	0,4	1,2	1,2	0,6	1,2	
Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή %)	-1,7	-3	1,8	-1,9	-0,1	
Λιανικές Πωλήσεις (Ετήσια Μεταβολή %)	-2	1,3	2,4	1,9	1,4	
Σύνθετος PMI	49,8	50,1	51,0	51,3	49,1	52,4
Οικονομικό Κλίμα	96,3	95,9	95,9	98,1	94,5	97,8
Καταναλωτική Εμπιστοσύνη	-16,1	-12,6	-13,4	-13,7	-19,0	-16,0
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	6,4	6,3	6,4	

ΗΠΑ	2023	2024	2025	Α΄ Τρίμηνο 2026	Β΄ Τρίμηνο 2026	Γ΄ Τρίμηνο 2026
Πραγματικό ΑΕΠ (Ετήσια Μεταβολή %)	2,9	3,0	2,3	2,6	2,2	
Ανεργία (%)	3,6	4,0	4,3	4,3	4,3	
Νέες θέσεις εργασίας (SA χιλιάδες)	209,6	121,6	9,7	72,7	80,7	
Συνολικός Πληθωρισμός	4,1	2,9	2,6	2,7	3,8	
Price Index PCE (SA)	3,8	2,6	2,6	3,1	3,9	
Δομικός PCE (SA)	4,2	2,9	2,8	3,1	3,4	
ISM Μεταποίησης	47,1	48,2	48,9	52,6	53,3	
Καταναλωτική Εμπιστοσύνη Παν. Μίσιγκαν	65,4	72,5	57,6	55,4	48,0	51,7
Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή %)	-0,2	-0,7	1,1	0,7	1,4	
Λιανικές Πωλήσεις (Ετήσια Μεταβολή %)	3,4	3,0	3,7	3,9	6,2	



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

Οικονόμου Ακριβή	OikonomouA@piraeusbank.gr
Senior Officer	2109394891
Παπακώστας Βαλάντης	PapakostasC@piraeusbank.gr
Manager	2163004491
Ρότσικα Δημητρία	RotsikaD@piraeusbank.gr
Senior Manager	2163004494
Σπέρτος Δήμος	SpertosD@piraeusbank.gr
Senior Officer	2103335874
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 – 4^ο Τρίμηνο 2026» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependytiki-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 νομίσματα, 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