



Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	3
2. Οικονομία.....	11
2.1 ΗΠΑ.....	12
2.2 Ευρωζώνη	14
2.3 Ιαπωνία.....	17
2.4 Κίνα.....	18
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας.....	20
3. Μετοχές.....	22
3.1 ΗΠΑ.....	23
3.2 Ευρωζώνη	26
3.3 Ιαπωνία Αναδυόμενες Κίνα	29
4. Ομόλογα	31
4.1 ΗΠΑ Κρατικά.....	32
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	33
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	34
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά.....	36
5. Συνάλλαγμα	38
5.1 USD.....	39
5.2 EURUSD	39
5.3 USDJPY EURGBP	41
6. Εμπορεύματα.....	42
6.1 Πετρέλαιο.....	43
6.2 Χρυσός	44
7. Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων	46
8. Παράρτημα	49

Εισαγωγή

01

Η Αναδιάρθρωση της Παγκόσμιας Οικονομικής Τάξης έχει μόλις αρχίσει

Στην προηγούμενη επενδυτική στρατηγική είχαμε εκφράσει την πρόβλεψη μιας παγκόσμιας οικονομίας δύο ημιχρόνων, όπου όλες οι «επώδυνες» αποφάσεις (βλέπε δασμοί και περικοπές δημοσίων δαπανών) οικονομικής πολιτικής των ΗΠΑ θα λαμβάνονταν στο 1ο ημίχρονο, ενώ όλα τα οφέλη (βλ. φοροαπαλλαγές και χαλάρωση εποπτικών κανόνων) θα ακολουθούσαν σε 2ο χρόνο. Από πολιτική σκοπιά η χρονική αλληλουχία των αποφάσεων αυτών δεν είναι η επιθυμητή. Ωστόσο ήταν αναγκαία καθώς η επιδεινούμενη δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ περιορίζει τα περιθώρια ελιγμών. Πρώτα πρέπει η κυβέρνηση Trump να δημιουργήσει δημοσιονομικό χώρο και στη συνέχεια να τον δαπανήσει. Και επειδή η πολιτική θέληση είναι για σημαντικές φοροαπαλλαγές και μειώσεις συντελεστών, γι' αυτό το λόγο και οι δασμοί ήταν τόσο υψηλοί, τόσο γενικευμένοι και τόσο οριζόντιοι.

Ο κίνδυνος που ενέχει αυτή η ανορθόδοξη οικονομική πολιτική είναι ότι η προσδοκώμενη αύξηση εσόδων από δασμούς είναι πιθανό να μην αποδώσει καθώς θα οδηγήσει σε πτώση της οικονομικής δραστηριότητας και του παγκόσμιου εμπορίου καθώς και σε αύξηση τιμών. Ο συνδυασμός οικονομικής στασιμότητας και πληθωρισμού οδηγεί σε συνθήκες στασιμοπληθωρισμού, από τις οποίες θα είναι δύσκολο να ξεφύγει η οικονομία των ΗΠΑ. Υπέρ της αμερικανικής οικονομίας λειτουργεί το γεγονός ότι προ-δασμών ο ρυθμός ανάπτυξης κινείτο περί το 2,8%, το οποίο προσφέρει ένα περιθώριο ασφάλειας τουλάχιστον για το άμεσο μέλλον.

Η οικονομική συγκυρία είναι ακόμα πιο δύσκολο να αναλυθεί στην περίπτωση της Ευρωζώνης. Η Ευρωζώνη βρίσκεται εγκλωβισμένη ανάμεσα στον κίνδυνο των δασμών των ΗΠΑ και το ερωτηματικό της επίδρασης της επεκτατικής δημοσιονομικής πολιτικής της Γερμανίας. Καταρχήν, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ, η οικονομία της Ευρωζώνης βαλτώνει με ρυθμούς ανάπτυξης κάτω του 1%. Συνεπώς οποιαδήποτε αρνητική επίπτωση στο ΑΕΠ εξαιτίας των αμερικανικών δασμών σημαίνει ύφεση και οικονομική συρρίκνωση στην Ευρωζώνη. Ταυτόχρονα, οι επιπτώσεις στην ευρωπαϊκή οικονομική και πολιτική πραγματικότητα από τη Γερμανική δημοσιονομική χαλάρωση είναι πολύ περισσότερο αμφίσημες και αμφιλεγόμενες. Ο προβληματισμός μας εδράζεται στο αντικειμενικό γεγονός ότι καμία άλλη ευρωπαϊκή οικονομία δεν έχει δημοσιονομικές δυνατότητες παρόμοιες με αυτές της Γερμανίας. Εκ των πραγμάτων οι Γερμανοί προσπαθούν να επανεκκινήσουν τη Γερμανική οικονομία στηριζόμενοι σε εθνικές και όχι ευρωπαϊκές πρωτοβουλίες, δημιουργώντας με αυτόν τον τρόπο συγκριτικό μειονέκτημα στους υπόλοιπους ευρωπαίους εταίρους. Ήδη η ενίσχυση του Ευρώ και η αύξηση του κόστους

δανεισμού σε όλες τις ευρωπαϊκές οικονομίες που ακολούθησαν τις Γερμανικές ανακοινώσεις θέτουν σημαντικά οικονομικά εμπόδια στην προσπάθεια ανάκαμψης της υπόλοιπης Ευρωζώνης. Εν κατακλείδι λοιπόν το εάν οι Γερμανικές πολιτικές αποτελούν αφετηρία ανάπτυξης κεντρομόλων ή φυγόκεντρων δυνάμεων μέσα στην Ευρωζώνη παραμένει αυτή τη στιγμή ένα μεγάλο ερωτηματικό. Οι πρώτες ενδείξεις αναφορικά με την πορεία ολοκλήρωσης ή μη της ΕΕ θα προκύψουν από τις κατευθύνσεις του επόμενου 7ετούς προϋπολογισμού της ΕΕ, οι διαπραγματεύσεις για τον οποίο θα εκκινήσουν το προσεχές διάστημα.

Νομισματική Πολιτική:

Η Fed δεν θα διασώσει τις αγορές

Η διαχρονική άποψή μας ήταν ότι τα τελικά επίπεδα επιτοκίων σε ΗΠΑ και Ευρωζώνη θα διαμορφώνονταν σε επίπεδα χαμηλότερα από αυτά που τιμολογούσε η αγορά και επικοινωνούσαν κεντρικές τράπεζες όπως η Fed και η ΕΚΤ. Συνεπώς η εξελισσόμενη πτωτική αναθεώρηση των επιτοκίων σε ΗΠΑ και ΕΕ και η προσδοκία για πιο χαλαρή νομισματική πολιτική έρχεται να ευθυγραμμιστεί πλήρως με τις απόψεις μας. Πιο συγκεκριμένα, στο μέτρο και στο βαθμό που η ανάπτυξη της παγκόσμιας οικονομίας επηρεαστεί μόνιμα προς τα κάτω, τότε και τα επιτόκια θα πρέπει να κινηθούν σε ακόμη χαμηλότερα επίπεδα.

Αυτό όμως δεν σημαίνει ότι συμφωνούμε απόλυτα και με τις τρέχουσες εξελίξεις στις αγορές. Οι αγορές έχουν υιοθετήσει το σενάριο των γρήγορων και εκτεταμένων μειώσεων επιτοκίων κατά τη διάρκεια του 2025 από τη Fed. Αυτή η άποψη έχει επικρατήσει καθώς οι αγορές πιστεύουν ότι η Fed θα παρέμβει για να απορροφήσει σημαντικό μέρος των πιέσεων στην πραγματική οικονομία και τα χρηματιστήρια. Ωστόσο, η άνοδος του πληθωρισμού εξαιτίας των δασμών πιστεύουμε ότι θα αποτρέψει τη Fed από το να μειώσει τα επιτόκια επιθετικά κάτω από τη διάρκεια του έτους. Από το 2026 και ύστερα ωστόσο θα μειώσει τα επιτόκια περισσότερο από ότι αναμένεται.

Για την ΕΚΤ η πορεία είναι πιο ξεκάθαρη. Το τρέχον περιβάλλον για την οικονομία της ΕΚΤ είναι υφεσιακό και αντιπληθωριστικό. Συνεπώς η ΕΚΤ – σε αντίθεση και πάλι με τις προσδοκίες της αγοράς – δύναται να προχωρήσει κατά της διάρκεια του 2025 σε περισσότερες από τις 3 μειώσεις επιτοκίων που αναμένει η αγορά.

Από τη (Μάκρο) Οικονομία στις Αγορές

Η αβεβαιότητα, οι προκλήσεις και οι κίνδυνοι για επιβράδυνση της παγκόσμιας ανάπτυξης έχουν αυξηθεί σημαντικά μετά τις ανακοινώσεις των υψηλότερων των εκτιμήσεων ανταποδοτικών δασμών από τις ΗΠΑ. Αναπόφευκτα, οι

εξελίξεις αυτές έχουν και πολιτικές προεκτάσεις, καθώς διαμορφώνουν κλίμα δομικών αλλαγών στο διεθνές σύστημα. Σε περίπτωση αποτυχίας των διαπραγματεύσεων μεταξύ των κύριων εμπορικών εταίρων και των ΗΠΑ, οι ισορροπίες ενδέχεται να μεταβληθούν περαιτέρω χωρίς πλέον να μπορεί να αποκλειστεί και το ενδεχόμενο συρρίκνωσης της δραστηριότητας για κάποιους από αυτούς. Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για τις μετοχικές αγορές και την ήπια θετική μας άποψη για τα κρατικά ομόλογα ενώ παράλληλα κρατάμε αμετάβλητες και τις υπόλοιπες επενδυτικές μας επιλογές.

Διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τις αμερικάνικες μετοχές και την προτίμησή μας για τον ισοβαρή δείκτη (S&P Equal Weight) έναντι του S&P 500. Σε επίπεδο κλάδων, η στάση μας παραμένει αμυντική χωρίς όμως να αποκλείουμε κυκλικούς κλάδους με καλά θεμελιώδη. Διατηρούμε την προτίμησή μας για τις εταιρείες Κοινής Ωφέλειας και τον κλάδο της Υγείας. Παράλληλα, συνεχίζουμε να προτιμούμε τους Dividend aristocrats. Από τους Κυκλικούς κλάδους ξεχωρίζουμε τις Τράπεζες και την Ενέργεια. Τέλος, παραμένουμε θετικοί στις Υπηρεσίες Επικοινωνίας, όπου σε περίπτωση μεγαλύτερης διόρθωσης αναζητούμε ευκαιρίες για επιπλέον αύξηση της θέσης μας. Για τις ευρωπαϊκές μετοχές διατηρούμε την αρνητική μας άποψη καθώς μας προβληματίζει η αναπτυξιακή δυναμική της Ευρωζώνης υπό το πρίσμα της μέχρι στιγμής στάσης των ΗΠΑ σε θέματα δασμών, καθώς και του πολέμου στην Ουκρανία. Παράλληλα διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την μετοχική αγορά της Ιαπωνίας και τις αναδυόμενες μετοχικές αγορές συμπεριλαμβανομένης της Κίνας καθώς οποιοσδήποτε περιορισμός στο εμπόριο αναμένεται να δράσει αρνητικά στις χώρες αυτές.

Όσον αφορά τα κρατικά ομόλογα, διατηρούμε την αυξημένη προτίμησή μας για τα ευρωπαϊκά κρατικά ομόλογα καθώς οι επιπτώσεις από ενδεχόμενη κλιμάκωση του εμπορικού πολέμου με τις ΗΠΑ και η αβεβαιότητα της δυναμικής της κινεζικής οικονομίας δεν έχουν πλήρως αποτυπωθεί και τα ρίσκα για την ανάπτυξη παραμένουν καθοδικά. Όσον αφορά τα αμερικάνικα κρατικά ομόλογα, διατηρούμε την ήπια θετική προτίμησή μας καθώς αν και σίγουρα θα υπάρξουν πληθωριστικές πιέσεις λόγω των καθολικών δασμών θεωρούμε ότι εν τέλει η επίπτωση στην ανάπτυξη θα είναι μεγαλύτερη.

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Δεδομένης της εκτόξευσης της αβεβαιότητας τα ρίσκα είναι πολλαπλά και πολυσύνθετα. Εδραίωση συνθηκών στασιμότητας σε ΗΠΑ και ΕΕ (σε περίπτωση δασμολογικών αντιποίνων) θα οδηγήσει σε πολλαπλές απώλειες για τους επενδυτές καθώς θα υποχωρήσουν και οι μετοχές και οι τιμές των ομολόγων δεν θα προσφέρουν ουσιαστικά αντιστάθμιση σε ένα διαφοροποιημένο χαρτοφυλάκιο.

Επιπρόσθετα τυχόν δημοσιονομική επέκταση σε ΗΠΑ και ΕΕ εκτός Γερμανίας θα οδηγήσει σε αύξηση του φόβου για δημοσιονομικό εκτροχιασμό. Συνεπώς μπορούμε να δούμε μια αντιστροφή του λεγόμενου «παράδοξου του Greenspan» (Greenspan conundrum), όπου οι μειώσεις των βραχυπρόθεσμων επιτοκίων δεν θα οδηγήσουν στην πτώση και των μακροχρόνιων αποδόσεων καθώς η πτώση των παρεμβατικών επιτοκίων θα (υπερ) αντισταθμιστεί από την αύξηση των ασφαλίστρων κινδύνων στα ομόλογα μακρινής διάρκειας.

Ηλίας Λεγκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Επενδυτικές Απόψεις

Β' τρίμηνο 2025

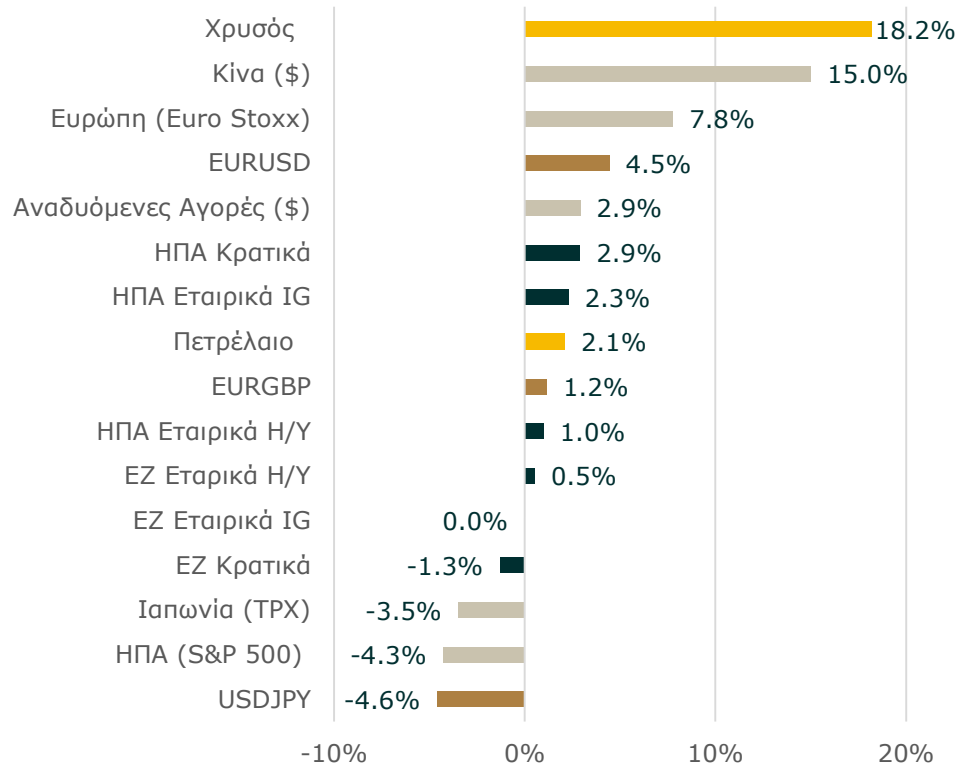
Global Asset Allocation	-	Neutral				+
Μετοχές						
Κρατικά Ομόλογα						
Εταιρικά Ομόλογα						
Εμπορεύματα						
Μετρητά						
Επιμέρους Επιλογές						
Μετοχές	-	Neutral				+
ΗΠΑ						
Ευρωζώνης						
Ιαπωνίας						
Αναδ. Αγορών						
Κρατικά Ομόλογα	-	Neutral				+
ΗΠΑ						
Ευρωζώνης						
Εταιρικά Ομόλογα	-	Neutral				+
IG ΗΠΑ						
IG Ευρωζώνης						
HY ΗΠΑ						
HY Ευρωζώνης						
Εμπορεύματα	-	Neutral				+
Χρυσός						
Πετρέλαιο						

 Τρέχουσα Άποψη
 Προηγούμενη Άποψη

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

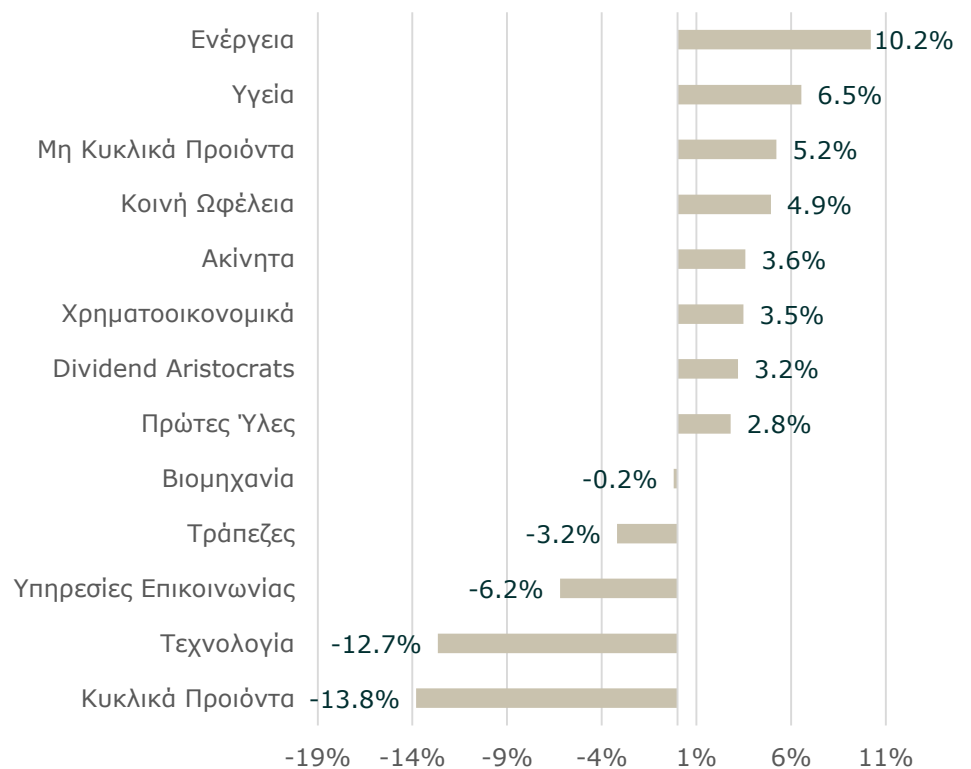
Αποδόσεις Α' 2025

Συνολική Απόδοση Α' 2025 (%)

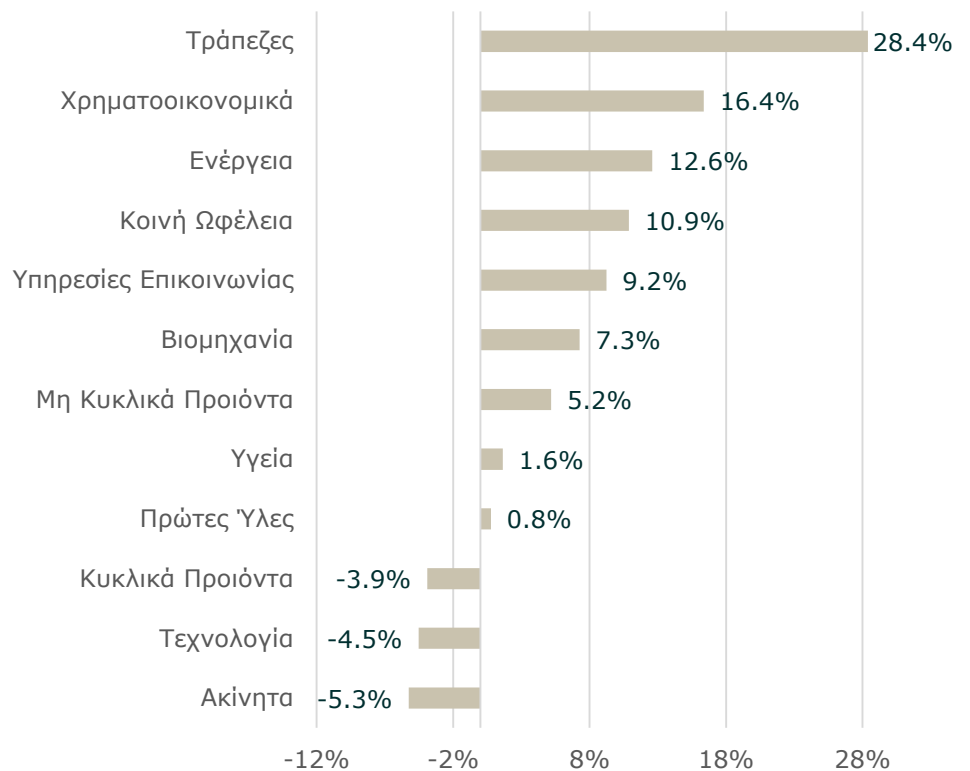


- Μετοχές
- Ομόλογα
- Εμπορεύματα
- Ισοτιμίες

ΗΠΑ Κλάδοι - Συνολική Απόδοση Α' 2025 (%)



ΕΖ Κλάδοι - Συνολική Απόδοση Α' 2025 (%)



2.1 ΗΠΑ:

Αναμένουμε μείωση του ρυθμού ανάπτυξης και ενίσχυση του πληθωρισμού

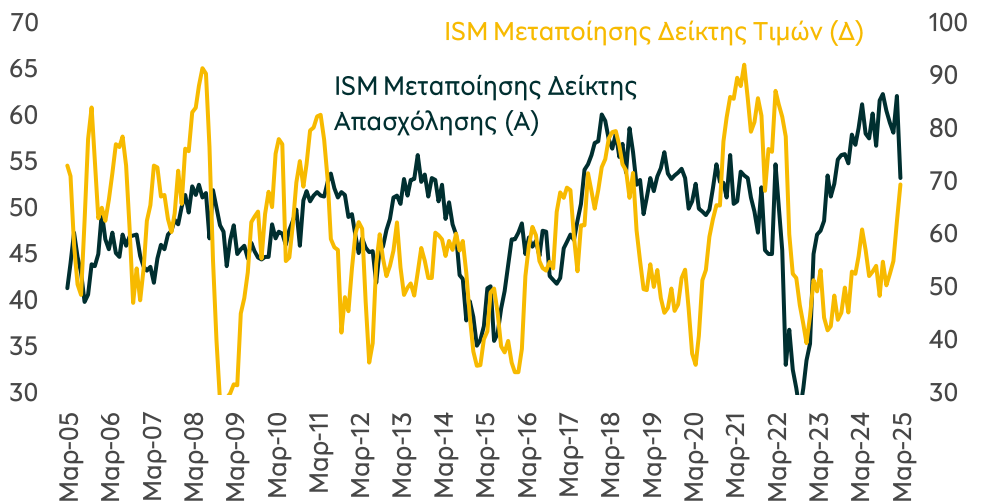
Οι υψηλότεροι των εκτιμήσεων ανταποδοτικοί δασμοί προβλέπεται να επηρεάσουν τις επιχειρηματικές και καταναλωτικές ισορροπίες τόσο εντός των ΗΠΑ όσο και σε παγκόσμιο επίπεδο

Από τις βασικές προεκλογικές εξαγγελίες του D. Trump που αφορούσαν την επιβολή/αύξηση δασμών στα εισαγόμενα προϊόντα, τον περιορισμό των δαπανών, την μετανάστευση, την απορρύθμιση σε ορισμένους τομείς της οικονομίας και την μείωση φόρων, **η μεγαλύτερη (αρνητική) έκπληξη αφορά την εμπορική πολιτική των ΗΠΑ που είναι πιο επιθετική από την πρώτη διακυβέρνησή του και από όσο είχε αρχικά εκτιμηθεί.** Στις 2 Απριλίου ανακοινώθηκαν ανταποδοτικοί δασμοί για 57 χώρες που κυμαίνονται από 10% (ελάχιστος συντελεστής) έως 49% (μέγιστος) για να αντιμετωπιστούν τα μεγάλα εμπορικά ελλείματα με τις ΗΠΑ. Από τους ανταποδοτικούς δασμούς εξαιρούνται οι παγκόσμιες εισαγωγές αλουμινίου και χάλυβα (ισχύουν δασμοί 25% από 12/3) και στα εισαγόμενα αυτοκίνητα και ορισμένα ανταλλακτικά αυτοκινήτων (επίσης 25% από 3/4), οι εισαγωγές χρυσού, ενέργειας / ενεργειακών προϊόντων και ορισμένων ορυκτών που δεν είναι διαθέσιμα στις ΗΠΑ. Επίσης για τον Καναδά και το Μεξικό παραμένουν οι εξαιρέσεις σε προϊόντα που πληρούν τους κανόνες προέλευσης βάσει της Συμφωνίας ΗΠΑ-Μεξικού-Καναδά (USMCA). **Οι συνολικοί δασμοί από το 4% που ήταν κατά μέσο όρο την τελευταία τριακονταετία, υπολογίζονται κοντά στο 24%** (μέσος σταθμισμένος μέσος όρος) **αλλά μένει να φανεί αν θα εφαρμοστούν στην αρχική τους μορφή.**

Ο οικονομικός αντίκτυπος επιβολής των δασμών, ο οποίος θα εξαρτηθεί από τους τελικούς συντελεστές που θα επικρατήσουν και την διάρκεια ισχύς τους, ξεκίνησε να αποτυπώνεται στους αμερικάνικους πρόδρομους δείκτες και πριν τις 2 Απριλίου. Η πλειοψηφία των πρόδρομων

Δείκτης Μεταποίησης ISM Απασχόλησης & Τιμών

Αν και τα οικονομικά στοιχεία του Α' τριμήνου παρέμειναν γενικά καλά, οι πρόδρομοι οικονομικοί δείκτες καταναλωτών και επιχειρήσεων σηματοδοτούν σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και αύξηση του πληθωρισμού και της ανεργίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

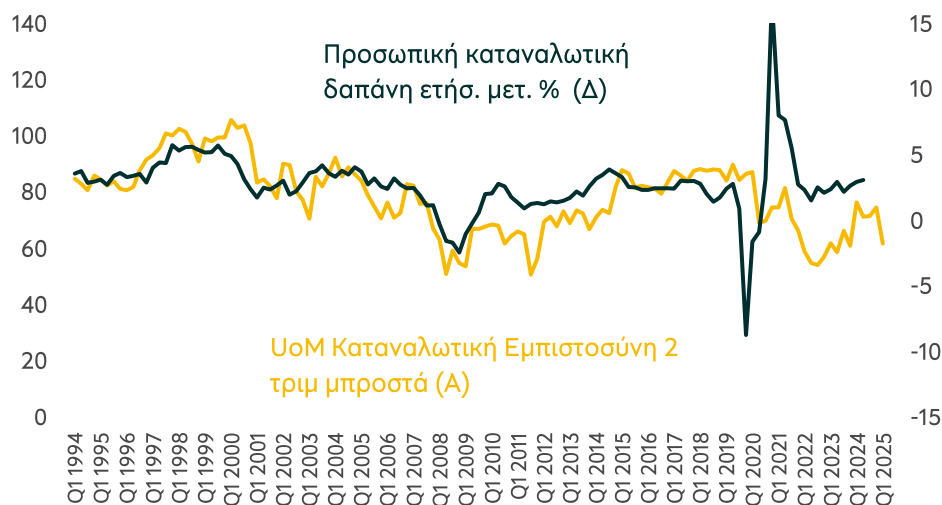
δεικτών έχει υποχωρήσει, καθώς η αβεβαιότητα που συνδέεται με την εμπορική πολιτική και τους δασμούς, ενισχύθηκε σημαντικά το Α' τρίμηνο του 2025.

Ενδεικτικά, ο **πρόδρομος δείκτης μεταποίησης ISM επέστρεψε κάτω του 50 τον Μάρτιο**, υποδεικνύοντας **συρρίκνωση της δραστηριότητας, με παράλληλη μείωση των δεικτών που αφορούν τις νέες παραγγελίες και την απασχόληση**. Αντίστοιχοι δείκτες περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών επίσης παρουσιάζουν παρεμφερή εικόνα. Πτωτική είναι η τάση και για τους πρόδρομους δείκτες εμπιστοσύνης των μικρών επιχειρήσεων (NFIB) και των κατασκευαστών κατοικιών (NAHB). **Ο δείκτης ISM υπηρεσιών επίσης υποχώρησε περισσότερο των εκτιμήσεων τον Μάρτιο** (αν και παραμένει άνω του 50) όπως και ο επιμέρους δείκτης που αφορά τις νέες παραγγελίες. Ο δείκτης απασχόλησης υποχώρησε σημαντικά σε επίπεδα που σηματοδοτούν συρρίκνωση.

Το τελευταίο δίμηνο παρατηρείται επίσης μια σημαντική υποχώρηση στον δείκτη καταναλωτικής εμπιστοσύνης του πανεπιστημίου του Michigan, με παράλληλη άνοδο στις προσδοκίες για υψηλότερο πληθωρισμό και άνοδο της ανεργίας που ενισχύουν τους φόβους για **μειωμένες μελλοντικές καταναλωτικές δαπάνες** - ήδη παρατηρείται επιβράδυνση. Πτωτική είναι η εικόνα για την καταναλωτική εμπιστοσύνη και από την έρευνα του Conference Board.

Εμπιστοσύνη Καταναλωτών & Προσωπική Καταναλωτική Δαπάνη

Ένα μέρος του αυξημένου κόστους λόγω των δασμών αναμένεται να μετακυλήσει στους καταναλωτές καθιστώντας ενάλωτα τα νοικοκυριά με χαμηλότερα εισοδήματα, να οδηγήσει σε μείωση της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης καθώς και σε περαιτέρω διεύρυνση της ανισότητας με τα νοικοκυριά υψηλών εισοδημάτων



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Ο **πληθωρισμός παραμένει υψηλότερα από τον στόχο της Fed** και έχει αυξηθεί ακόμα περισσότερο το ρίσκο ότι η αποκλιμάκωση και η σύγκλισή του στα επίπεδα-στόχου της Fed θα γίνει με πιο αργό ρυθμό έναντι της προηγούμενης πρόβλεψής μας. Ο γενικός πληθωρισμός βάσει του δείκτη τιμών της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης (PCE) ανήλθε τον Φεβρουάριο στο 2,5% ενώ ο δομικός ανήλθε στο 2,8%. **Η επίπτωση των δασμών στον πληθωρισμό**

θα είναι πιο ξεκάθαρη τα επόμενα τρίμηνα και θα εξαρτηθεί και από το τελικό ύψος και την διάρκεια των εξαγγελθέντων δασμών. Κάποιες πρώτες εκτιμήσεις συγκλίνουν σε άνοδο του γενικού πληθωρισμού βάσει του δείκτη τιμών της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης (PCE) έως και 1,5% το 2025.

Όσον αφορά την φορολογία δεν έχουν υπάρξει σημαντικές ανακοινώσεις πλην του προσχεδίου του προϋπολογισμού που στοχεύει στην επιτάχυνση της ανανέωσης των φορολογικών ελαφρύνσεων και την αύξηση του ορίου δανεισμού της χώρας, το οποίο όμως βρίσκεται ακόμα προς συζήτηση ενώ **δεν υπάρχουν επαρκείς λεπτομέρειες το πώς θα γίνουν οι απαραίτητες περικοπές δαπανών** για να αντισταθμιστούν αυτά τα μέτρα. Προς το παρόν οι περικοπές από τις δράσεις του DOGE (τμήμα κυβερνητικής αποτελεσματικότητας) δεν φαίνεται να έχουν σημαντικό αντίκτυπο στην οικονομία (πλην μια μικρής μείωσης των ομοσπονδιακών υπαλλήλων το τελευταίο δίμηνο). **Η υλοποίηση όλων των νέων πολιτικών αναμένεται να παραμείνει στο επίκεντρο**, καθώς θα πρέπει να ληφθούν δύσκολες αποφάσεις για τη διασφάλιση της δημοσιονομικής βιωσιμότητας.

Για το 2025 προβλέπουμε σημαντική επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και ένα ρυθμό ανάπτυξης κοντά στο 1,0% (από 1,5% με 2% προηγουμένως) ενώ σε ένα δυσμενές σενάριο θα μπορούσαμε να δούμε ακόμα και ύφεση σε κάποιο από τα επόμενα τρίμηνα. Οι συνθήκες στην **αγορά εργασίας διατηρούνται αρκετά καλές**. Οι πρόδρομοι δείκτες όμως και η επιβράδυνση της οικονομίας συνηγορούν σε υψηλότερη ανεργία στο τέλος του έτους.

Η μείωση του ρυθμού ανάπτυξης / αύξησης της ανεργίας έχουν μεταβάλει τις προσδοκίες της αγοράς που πλέον αναμένουν ότι τα επιτόκια θα υποχωρήσουν προς το 3,00% στο τέλος του έτους (από ~4% που ανέμεναν στην αρχή του έτους) κοντά στο επίπεδο που η ίδια η FED προβλέπει ότι τα επιτόκια θα υποχωρήσουν σε μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Από την άλλη **η αναμενόμενη αναθέρμανση του πληθωρισμού** (ακόμα και αν είναι προσωρινή καθώς η επίπτωση των δασμών είναι μια εφάπαξ αύξηση του επιπέδου των τιμών) **αναμένεται να περιπλέξει τις προσπάθειες της Fed προς μια λιγότερη περιοριστική πολιτική.**

Περιπλέκονται οι προσπάθειες της Fed προς μια λιγότερη περιοριστική πολιτική

2.2 Ευρωζώνη:

Σε προσπάθεια εύρεσης αντισταθμιστικών μέτρων για στήριξη της οικονομίας

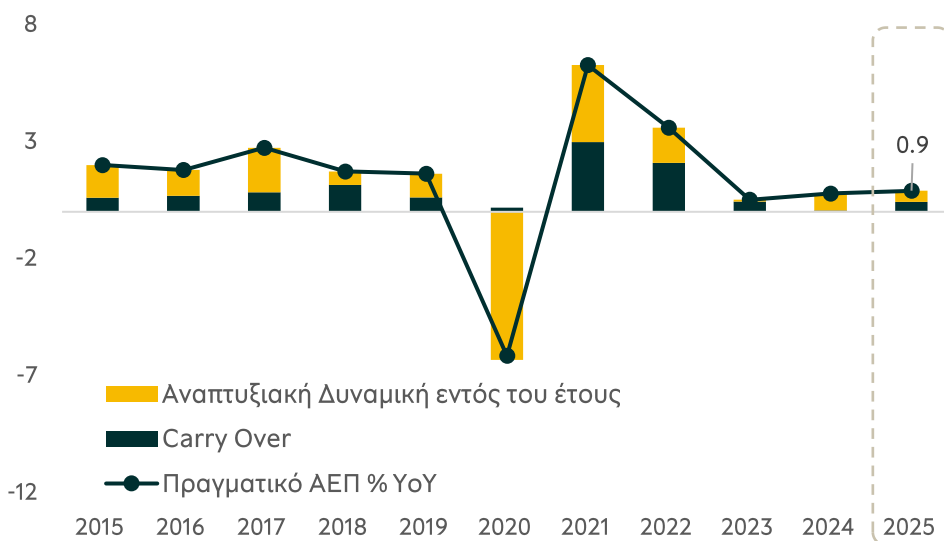
Το τρέχον γεωπολιτικό περιβάλλον και οι αποφάσεις της κυβέρνησης των ΗΠΑ στις 2 Απριλίου αναφορικά με τους δασμούς οδήγησαν τους ευρωπαίους

Η πρόσφατη στροφή της Ευρωζώνης για αμυντικό εξοπλισμό, αλλά και η σημαντική δημοσιονομική στροφή της Γερμανίας δεν αναμένεται να τονώσουν άμεσα την οικονομική δραστηριότητα

φορείς χάραξης πολιτικής να **κλιμακώσουν τις αποφάσεις σε σχέση με τις αμυντικές δαπάνες με πρωτοφανή ταχύτητα. Ενώ παράλληλα, η πρόσφατη σημαντική δημοσιονομική στροφή από τη Γερμανία αναμένεται να τονώσει το κλίμα των καταναλωτών και επενδυτών εντός της Ευρωζώνης** και τελικά θα έχει θετική επίδραση στην ανάπτυξη της Ευρωζώνης όχι όμως εντός του τρέχοντος έτους. **Οι δημόσιες δαπάνες χρειάζονται χρόνο για να ξεκινήσουν ώστε να περάσουν οι επιδράσεις στην πραγματική οικονομία, ειδικά εάν η Ευρώπη στοχεύει να περιορίσει τις εισαγωγές στρατιωτικών προϊόντων.** Επιπλέον, ο υψηλός βαθμός αβεβαιότητας, μπορεί από μόνος του να λειτουργήσει ως γνώμονας για μελλοντικές επενδύσεις. Η επιβολή δασμών 20% σε όλα τα προϊόντα που προέρχονται από την ΕΕ προς τις ΗΠΑ αναμένεται να δυσχεραίνει την ανάκαμψη της Ευρωζώνης σημαντικά εντός του 2025 καθώς και να επιδράσει αρνητικά στο πραγματικό ΑΕΠ. Με βάση τα παραπάνω η συνεχιζόμενη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής, και η έως τώρα ισχυρή ανάπτυξη στην περιφέρεια θα μπορέσουν να στηρίξουν το πραγματικό ΑΕΠ μέχρι ένα βαθμό έναντι της αβεβαιότητας του εξωτερικού εμπορίου της Ευρωζώνης αλλά και της αναμενόμενης οικονομικής επιβράδυνσης στη Γερμανία και Γαλλία.

Το Δ' τρίμηνο του έτους, η οικονομία της Ευρωζώνης παρέμεινε σε χαμηλούς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης εντούτοις σημείωσε επιτάχυνση σε σχέση με τα προηγούμενα τρίμηνα, καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε σε ετήσια βάση κατά 1,2% από 1,0% το Γ' τρίμηνο του έτους. Ο ρυθμός αυτός είναι ο υψηλότερος από το Α' τρίμηνο του 2023, ενώ σε τριμηνιαία βάση το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε οριακά κατά 0,2% από 0,4% τις αντίστοιχες περιόδους. Η δυναμική αυτή προέρχεται κυρίως από τις την ιδιωτική κατανάλωση καθώς αυξήθηκε κατά 1,5% ετησίως το Δ' τρίμηνο από 1,1% το Γ' τρίμηνο, ενώ αρνητικά επέδρασαν οι επενδύσεις και το καθαρό εμπόριο.

Πραγματικό ΑΕΠ & Carry Over



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

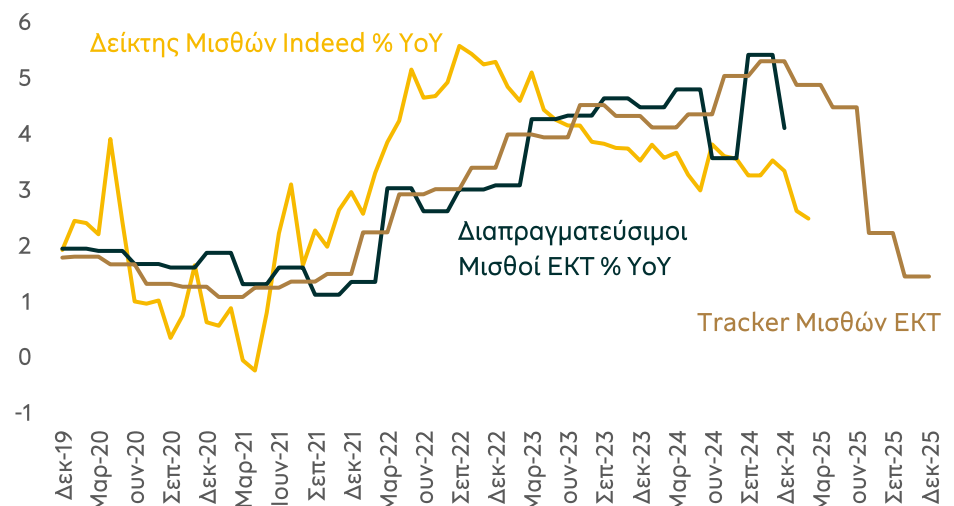
Το πραγματικό ΑΕΠ το 2025 αναμένεται να κινηθεί σε μηδενική αύξηση 0%, χαμηλότερος σε σχέση με τις προηγούμενες εκτιμήσεις εξαιτίας των επικείμενων δασμών

Για το 2025 οι εκτιμήσεις με βάση τα τρέχοντα δεδομένα αναφορικά με την επιβολή των επικείμενων δασμών εκτιμούν το πραγματικό ΑΕΠ στο 0% με το ρυθμό ανάπτυξης το 2026 στο 1,2%, εξαιτίας των προκλήσεων που αναφέραμε. Εντούτοις, θετική συμβολή αναμένεται να έχει η συνέχιση της χαλάρωσης της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ το 2025, η οποία θα αντισταθμίσει την τρέχουσα πολιτική αβεβαιότητα και τις δυσκολίες στους βασικούς τομείς οικονομικής δραστηριότητας. Ενώ αναμένουμε ένα μέρος της φετινής ανάπτυξης να προέρχεται από το carry over του προηγούμενου έτους.

Οι πρόδρομοι δείκτες PMI της Ευρωζώνης αντικατοπτρίζουν πλήρως τις μελλοντικές προκλήσεις καθώς ο PMI μεταποίησης συνεχίζει και παραμένει κάτω του 50 με οριακή βελτίωση το Μάρτιο στο 48,7 από 47,6 το Φεβρουάριο. Ο σύνθετος δείκτης ανήλθε στο 50,4 το Μάρτιο από 50,2 το Φεβρουάριο, ενώ και ο δείκτης PMI των υπηρεσιών ανήλθε στο 50,4 από 50,6 τους αντίστοιχους μήνες. Η εικόνα αυτή επιβεβαιώνει τις δυσκολίες που αντιμετωπίζει ο κλάδος της μεταποίησης στη Γερμανία και Γαλλία, ενώ οι εκτίμηση για περαιτέρω αποδυνάμωση της ζήτησης δεν λειτουργούν βοηθητικά στο σύνολο της Ευρωζώνης.

Αντίστοιχη είναι και η εικόνα στους επιμέρους κλάδους καθώς η βιομηχανική παραγωγή παραμένει σε χαμηλά επίπεδα αλλά με βελτίωση και συγκεκριμένα τον Ιανουάριο η παραγωγή παρέμεινε αμετάβλητη σε σχέση με τον Ιανουάριο του 2024 σε ετήσια βάση από συρρίκνωση 1,5% το Δεκέμβριο εξαιτίας της αύξησης της παραγωγής στα διαρκή και μη - καταναλωτικά αγαθά. **Οι λιανικές πωλήσεις διατηρούν τα θετικά επίπεδα εντούτοις με επιβράδυνση** καθώς ο ετήσιος ρυθμός τον Ιανουάριο αυξήθηκε κατά 1,5% από 2,2% τον προηγούμενο μήνα.

Εξέλιξη & Εκτιμήσεις Μισθών Ευρωζώνης



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Στην αγορά εργασίας οι συνθήκες παρέμειναν ευνοϊκές και τον Ιανουάριο καθώς το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας μειώθηκε στο νέο ιστορικά χαμηλό των τελευταίων 40 ετών στο 6,2% αμετάβλητο σε σχέση με τον προηγούμενο μήνα. Εντούτοις, **οι εκτιμήσεις για τα επίπεδα των μισθών το 2025 δεν είναι ευνοϊκές καθώς οι πρόδρομοι δείκτες σηματοδοτούν σημαντικές μειώσεις.**

Ο πληθωρισμός το 2025 στην Ευρωζώνη αναμένεται να κινηθεί κάτω του 2,0% σε περίπτωση που η Ευρώπη δεν απαντήσει με αντίστοιχους δασμούς προς τις ΗΠΑ

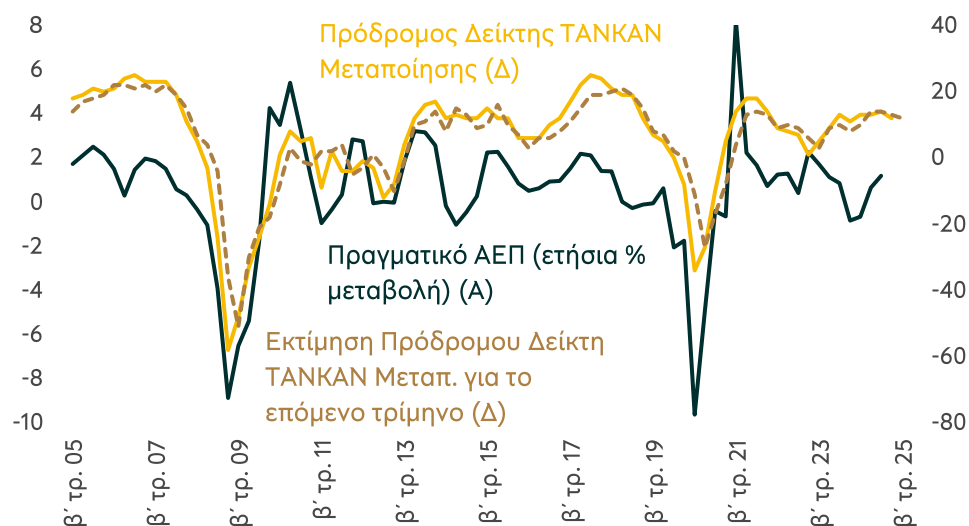
Οι πληθωριστικές πιέσεις πλέον έχουν περιοριστεί σημαντικά σε σχέση με τα προηγούμενα έτη και είναι αρκετά κοντά στο στόχο της ΕΚΤ, καθώς ο πληθωρισμός το Φεβρουάριο αυξήθηκε στο 2,3% από 2,5% τον Ιανουάριο, επιβράδυνση που οφείλεται κυρίως στις τιμές της ενέργειας. Αντίστοιχα, ο πυρήνας του πληθωρισμού το Φεβρουάριο κινήθηκε με παρόμοια τάση στο 2,6% από 2,7% τον προηγούμενο μήνα. Ακολουθως η ΕΚΤ προχώρησε το Μάρτιο όπως αναμενόταν στην περαιτέρω μείωση των βασικών επιτοκίων της κατά 25 μ.β. ενώ **αναμένεται η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής να συνεχιστεί και το 2025.**

2.3 Ιαπωνία:

Παλεύοντας με τον στασιμοπληθωρισμό

Πρακτικά στάσιμη παρέμεινε το 2024 η οικονομία καθώς σε ετήσια βάση το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά μόλις 0,1% έναντι 1,5% το 2023. Ωστόσο, τα στοιχεία για το Δ' Τρίμηνο του 2024 ήταν ενθαρρυντικά καθώς κατέδειξαν αύξηση 0,6% σε τριμηνιαία βάση και 1,1% σε ετήσια.

Πραγματικό ΑΕΠ & Δείκτες TANKAN



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Κρίσιμης σημασίας η επιτυχής ανακατεύθυνση των «χαμένων» εξαγωγών στις ΗΠΑ

Κατά τους πρώτους μήνες του 2025, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες εμφανίζουν μεικτή εικόνα προδιαγράφοντας έναν ήπιο ρυθμό ανάπτυξης. Η αύξηση των μισθών που ωθούν ανοδικά την εσωτερική ζήτηση, οι εξαγωγές, η ικανοποιητική εταιρική κερδοφορία και η χαλαρή νομισματική πολιτική εξακολουθούν να αποτελούν τους βασικούς μοχλούς ανάπτυξης. Αντίθετα, η διατήρηση του πληθωρισμού σε σχετικά υψηλό επίπεδο για τα δεδομένα της χώρας (χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Φεβρ.: 3,0%) και, ιδίως, η επιβολή γενικευμένων δασμών από πλευράς ΗΠΑ αποτελούν τους πιο σημαντικούς ανασταλτικούς παράγοντες. Στην περίπτωση της Ιαπωνίας οι επιπλέον δασμοί ανέρχονται περίπου στο 25%. Ωστόσο, η αβεβαιότητα και ο εμπορικός πόλεμος θα πλήξουν σημαντικά την αναπτυξιακή δυναμική σε παγκόσμιο επίπεδο με τις εξαγωγές να περιορίζονται γενικότερα. Συνεπώς, οι επενδύσεις αναμένεται να είναι ιδιαίτερα συγκρατημένες και θα κατευθύνονται κυρίως στους τομείς των τεχνολογιών αιχμής και της «πράσινης» ανάπτυξης.

Το περιθώριο στήριξης της ανάπτυξης με νέα, ευνοϊκά μέτρα δημοσιονομικής ή/και δημοσιονομικής πολιτικής εκτιμάται ότι είναι πολύ περιορισμένο καθώς το δημόσιο χρέος βρίσκεται ήδη πολύ υψηλά και η ΤτΙ οφείλει να οδηγήσει τον πληθωρισμό σχετικά κοντά στο στόχο του 2%. Εκτιμά ότι θα τον πετύχει το 2026. Ωστόσο, είναι αβέβαιο το μέγεθος/διάρκεια των επιπτώσεων του εμπορικού πολέμου στον πληθωρισμό. Συνεπώς, το πιο πιθανό ενδεχόμενο είναι η ΤτΙ εντός του 2025 να διατηρήσει ως έχει το βασικό επιτόκιο της ή το πολύ να προβεί σε μία αύξησή του κατά 25 μ.β.

Συμπερασματικά, κατά το 2025 η αβεβαιότητα, οι προκλήσεις και γενικότερα το οικονομικό περιβάλλον θα είναι σαφώς πιο δύσκολο από ό,τι κατά το Β' Εξάμηνο του 2024. Δεδομένης της οριακής μόνο ανάπτυξης κατά το 2024, εκτιμάται γενικότερα ότι φέτος ο ρυθμός ανάπτυξης θα ξεπεράσει οριακά το 1%, ενώ το 2026 θα διαμορφωθεί ελαφρά υψηλότερα του 0,5%. Ωστόσο, λόγω των επιπτώσεων του εμπορικού πολέμου θεωρούμε πιθανό οι ανωτέρω ρυθμοί να είναι τελικά ελαφρά μικρότεροι.

2.4 Κίνα:

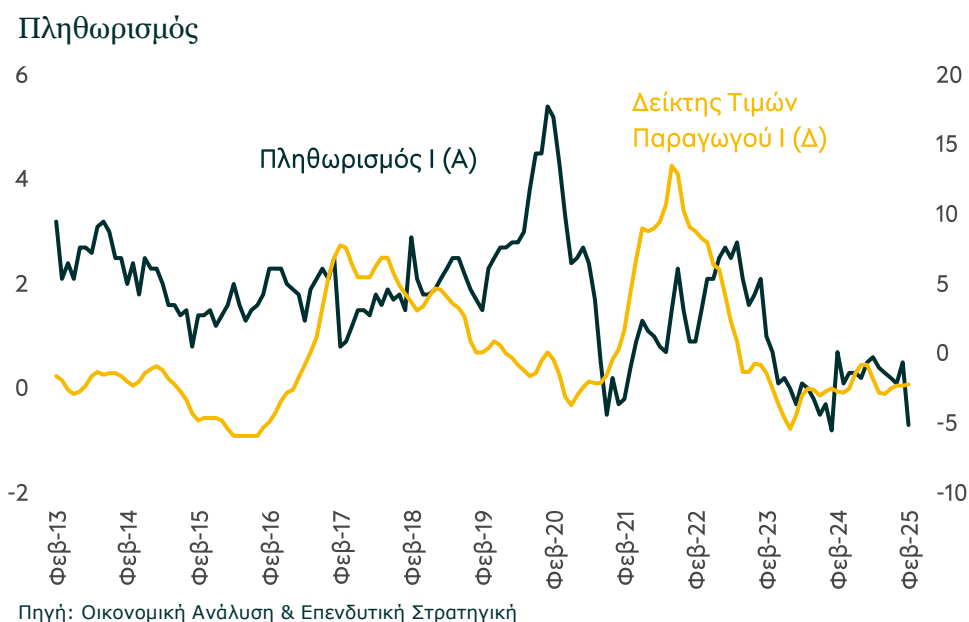
Η επαρκής ζήτηση ο κρίσιμος παράγοντας για την ανάπτυξη

Τα μέτρα που ανακοινώθηκαν κατά το Β' Εξάμηνο του 2024 με σκοπό την αντιμετώπιση των χρόνιων προβλημάτων στην αγορά ακινήτων και την τόνωση της ανάπτυξης είχαν ως αποτέλεσμα **το πραγματικό ΑΕΠ κατά το Δ' Τρίμηνο του 2024 να αυξηθεί κατά 5,4% σε ετήσια βάση (Γ' Τρίμ. 24: 4,6%) και συνολικά το 2024 κατά 5%,** όσο και ο κυβερνητικός στόχος.

Φαίνεται να συνεχίζεται το 2025 το θετικό momentum του Β' Εξαμήνου του 2024. Η εσωτερική ζήτηση το κλειδί για την ανάπτυξη

Κατά το Α' Τρίμηνο του 2025, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες συνεχίζουν να καταδεικνύουν ισχυρή ανάπτυξη, ενώ είναι ορατές και κάποιες ενδείξεις βελτίωσης στην αγορά ακινήτων. Επίσης, όλο και εντονότερα θα αποτυπώνεται η θετική επίδραση των μέτρων που έχουν ληφθεί. Ταυτόχρονα, έχει ανακοινωθεί ότι και φέτος το δημοσιονομικό έλλειμμα θα παραμείνει υψηλό και πιθανότατα ως ποσοστό του ΑΕΠ να ξεπεράσει ελαφρά αυτό του 2024, ενώ και η νομισματική πολιτική αναμένεται να παραμείνει διευκολυντική της ανάπτυξης.

Ωστόσο, **η αβεβαιότητα, οι προκλήσεις και οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη έχουν αυξηθεί σημαντικά** καθώς δεν είναι δυνατό να εκτιμηθούν οι επιπτώσεις στις εξαγωγές από τη νέα εμπορική πολιτική των ΗΠΑ. Αυτές είναι τόσο οι άμεσες που προέρχονται από την ίδια την αγορά των ΗΠΑ και είναι ίσως οι μικρότερες, όσο και οι έμμεσες που είναι η μειωμένη ζήτηση στις άλλες χώρες καθώς λόγω του εμπορικού πολέμου πιθανότατα θα πληγεί η ανάπτυξη παγκοσμίως. Επιπλέον, ο ανταγωνισμός σε όλες τις άλλες αγορές θα ενταθεί, καθώς θα αναζητούνται νέες αγορές για τις εξαγωγές που «χάθηκαν» στις ΗΠΑ με ό,τι αυτό συνεπάγεται για τα περιθώρια κέρδους των εταιρειών. Διαφορετικά, θα πρέπει να αυξηθεί η εσωτερική ζήτηση ή να μειωθεί η προσφορά ή –το πιθανότερο– ένας συνδυασμός των δύο. Όμως στην Κίνα, η υποχώρηση τον Φεβρουάριο του γενικού πληθωρισμού σε αρνητικό έδαφος (-0,7%) καταδεικνύει ότι η εσωτερική ζήτηση, παρά τις προσπάθειες ετών, δεν είναι ακόμη επαρκώς ισχυρή ώστε να αντικαταστήσει τις εξαγωγές ως κεντρικό στοιχείο του αναπτυξιακού υποδείγματος. Συνεπώς το ενδεχόμενο μείωσης της παραγωγής δεν μπορεί να αποκλειστεί, εξέλιξη που θα καταστήσει ακόμη πιο αδύναμη την εσωτερική ζήτηση.



Συμπερασματικά, ο προβληματισμός για τη δυνατότητα διατήρησης ενός ρυθμού ανάπτυξης της τάξης του 5% μεσοπρόθεσμα παραμένει. Για φέτος, πάντως, **ο κυβερνητικός στόχος για τον ρυθμό ανάπτυξης έχει τεθεί στο «περίπου 5%»**, στόχος που κρίνεται εφικτός καθώς γενικότερα αναμένεται να διαμορφωθεί ελαφρά υψηλότερα του 4,5%, ενώ το 2026 γύρω στο 4,0%-4,5%.

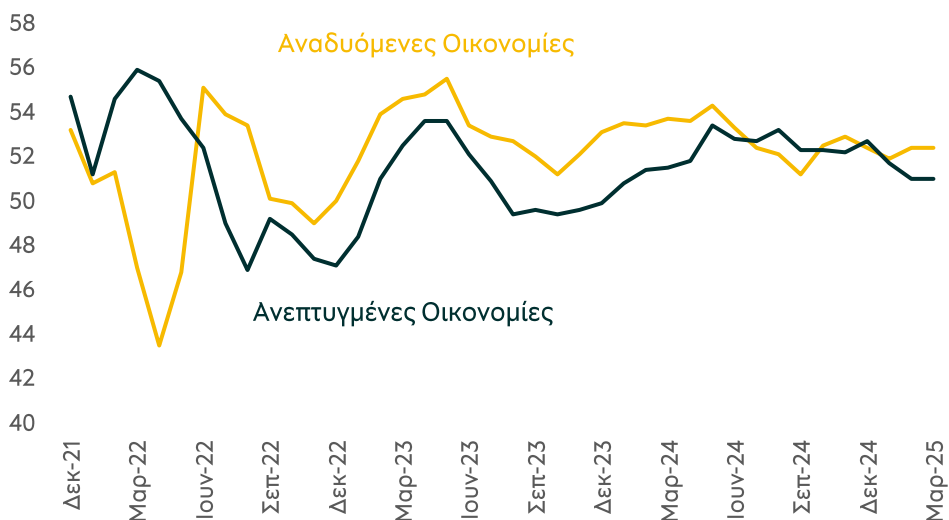
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

Άμεση ανάγκη η εύρεση νέων καναλιών εμπορίου για τις Αναδυόμενες

Οι προβλέψεις για το μακροοικονομικό περιβάλλον στις αναδυόμενες οικονομίες υπόκεινται από τις αρχές του έτους σε υψηλότερο βαθμό αβεβαιότητας, καθώς η αποφάσεις για τους δασμούς που κυμαίνονται μεταξύ 10% και πάνω από 50% αναμένεται να έχει σημαντικές επιπτώσεις και στις οικονομίες αυτές. Η αβεβαιότητα από μόνη της αναμένεται να επιδράσει αρνητικά στην οικονομική δραστηριότητα των αναδυόμενων οικονομιών με την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και των επενδυτών να μειώνεται. Οι μεγαλύτερες επιπτώσεις στους δασμούς από τις ΗΠΑ επικεντρώνονται στο Μεξικό και στην Ασία, εντούτοις εάν το πραγματικό ΑΕΠ στις ΗΠΑ επιβραδυνθεί παρασύροντας τις υπόλοιπες ανεπτυγμένες οικονομίες καθώς και την Κίνα, τότε οι αρνητικές επιπτώσεις στις αναδυόμενες οικονομίες ενδέχεται να είναι μεγαλύτερες. Επιπρόσθετα, η καθυστέρηση εν αναμονή αποφάσεων σε περαιτέρω επενδύσεις στις χώρες αυτές μπορεί να επιβραδύνει την αύξηση της απασχόλησης, ειδικά σε κλάδους που σχετίζονται με τη μεταποίηση, οι οποίοι τείνουν να είναι οι κύριοι εργοδότες στις

Η παρατεταμένη αβεβαιότητα αναμένεται να επιβαρύνει την εμπιστοσύνη των καταναλωτών και επενδυτών στις Αναδυόμενες Οικονομίες

Πρόδρομοι Σύνθετοι Δείκτες PMI



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

αναδυόμενες οικονομίες, με άμεση επίδραση αντίστοιχα και στην εγχώρια κατανάλωση. Αυτό θα μπορούσε κατά συνέπεια να μειώσει την κατανάλωση.

Για το 2025, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να επιβραδυνθεί καθώς το πραγματικό ΑΕΠ εκτιμάται στο 4,2% ετησίως από 4,8% το 2024 με βασικό μοχλό στήριξης την εγχώρια ζήτηση αλλά και τις επενδύσεις που έχουν γίνει τα προηγούμενα έτη.

Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής στις αναδυόμενες αγορές συνεχίστηκε και το 2024, ενώ αναμένουμε να παραταθεί και το τρέχον έτος αλλά με επιβραδυσμένη ταχύτητα. Οι κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών αναμένεται να κρατήσουν συντηρητική στάση αναφορικά με την περαιτέρω μείωση των επιτοκίων καθώς παρατηρείται μία συνολική επιτάχυνση του ρυθμού του πληθωρισμού, ενώ πιθανές εκροές κεφαλαίων εξαιτίας της αβεβαιότητας στο διεθνές εμπόριο ενδέχεται να αυξήσει τις προσδοκίες για τον πληθωρισμό.

3.1 ΗΠΑ :

Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψη

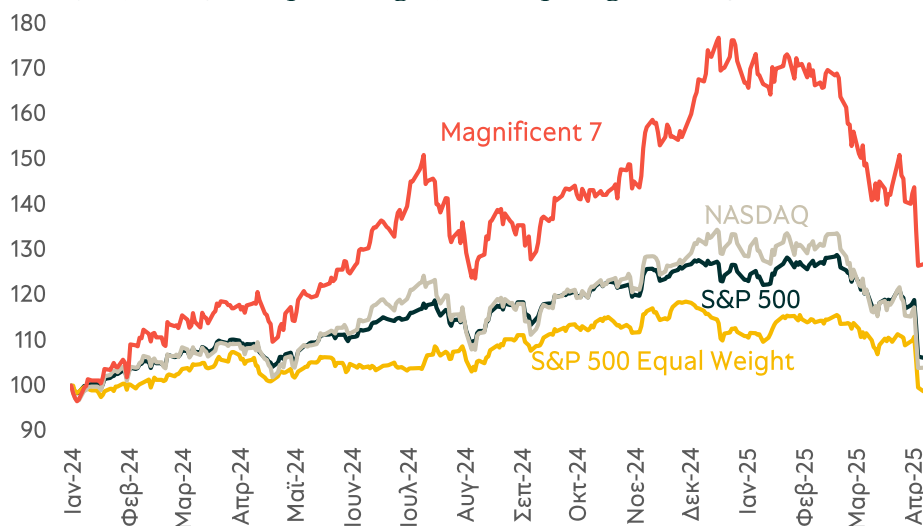
Μεταβλητότητα, το μόνο σίγουρο

Πτωτικά κινήθηκαν όλοι οι μετοχικοί δείκτες στις ΗΠΑ το Α' τρίμηνο, αντιστρέφοντας την αισιοδοξία που ακολούθησε την εκλογή των ρεπουμπλικάνων, σε αβεβαιότητα. Οι επικείμενοι δασμοί επέφεραν ένα κλίμα ανησυχίας τόσο για την ανάπτυξη όσο και για τα επίπεδα του πληθωρισμού. Συγκεκριμένα, το Α' τρίμηνο, ο S&P 500 σημείωσε απώλειες της τάξης του 4,28% (συνολική απόδοση). Στην ίδια κατεύθυνση κατέληξαν ο τεχνολογικός δείκτης NASDAQ και οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες (Magnificent 7), όπου αποδυναμώθηκαν κατά 10,26% και 15,98% αντίστοιχα. Απώλειες στο 9% σημείωσαν και οι εταιρίες μικρότερης κεφαλαιοποίησης (S&P 600), ενώ ο ισοβαρής S&P 500 (Equal weight), διατηρώντας καλύτερη εικόνα, υποχώρησε κατά 0,61%.

Σε κλαδικό επίπεδο, η Ενέργεια με απόδοση 10,21%, η Υγεία (6,54%) και η Κοινή Ωφέλεια (4,94%) σημείωσαν τις καλύτερες αποδόσεις, ενώ αντίθετα, ο κλάδος των Κυκλικών Προϊόντων (-13,8%), η Τεχνολογία (-12,65%) και οι Υπηρεσίες Επικοινωνίας (-6,21%) κατέγραψαν σημαντικές απώλειες. Οι εμπορικές πολιτικές της αμερικάνικης κυβέρνησης και οι συνέπειες των δασμών έχουν διαμορφώσει μια κατάσταση αβεβαιότητας και κατ' επέκταση αυξημένης μεταβλητότητας.

Παράλληλα, η αφετηρία του Β' τριμήνου βρίσκει την κατάσταση εντεταμένη, με τους δείκτες να έχουν σημειώσει μεγαλύτερες απώλειες. Το πρώτο δεκαήμερο του Απριλίου, ο S&P 500 υποχώρησε 15% (YTD) και ο τεχνολογικός δείκτης NASDAQ 20%. Ακόμη, η ενίσχυση της αβεβαιότητας πίεσε και τις μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες, οι οποίες από την αρχή του χρόνου έχουν υποχωρήσει κατά 25%. Απώλειες 12,25% κατέγραψε και ο ισοβαρής S&P 500 ενώ

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



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι εξελίξεις περί δασμών αναδιαμορφώνουν τα θεμελιώδη των δεικτών

Αποτιμήσεις, Ανάπτυξη και Πληθωρισμός τα βασικά αίτια της αβεβαιότητας

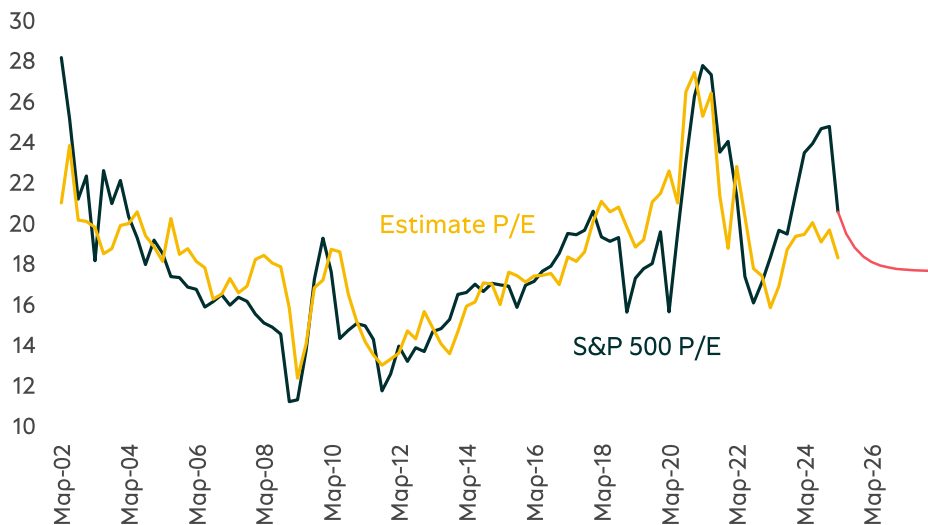
ταυτόχρονα οι εταιρίες μικρότερης κεφαλαιοποίησης (S&P 600) κατέληξαν στο -21,10%.

Πιο αναλυτικά, οι ανακοινώσεις των δασμών και οι εξαγγελίες για επαναφορά της μεταποίησης στο εσωτερικό έχουν ως αποτέλεσμα την **αύξηση του κόστους παραγωγής και την μείωση του περιθωρίου κέρδους (profit margin)** στην περίπτωση που δεν είναι δυνατή η μετακύλιση του κόστους στους καταναλωτές. Παράλληλα, οι απαντήσεις εμπορικών αντιπoinών από τις επιβαλλόμενες σε δασμούς χώρες θα οδηγήσουν στην διατήρηση/αύξηση του πληθωρισμού στο εσωτερικό, γεγονός που εμποδίζει την κεντρική Τράπεζα (Fed) να ασκήσει την νομισματική της πολιτική. Ο αντίκτυπος των δασμών στην κερδοφορία των εταιριών και κατ' επέκταση στην ανάπτυξη της οικονομίας, σε συνδυασμό με την διατήρηση του πληθωρισμού σε υψηλά επίπεδα, ενισχύουν την ανησυχία για ενδεχόμενο στασιμοπληθωρισμό ή ακόμα και ύφεση.

Ενώ οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των δεικτών παραμένουν σχετικά ανεπηρέαστες μέχρι στιγμής, από την αρχή του χρόνου, το περιβάλλον αβεβαιότητας που επικρατεί κάνει τους επενδυτές απρόθυμους να συμμετάσχουν στις υψηλές αποτιμήσεις.

Αναλυτικότερα, για το Α' τρίμηνο, η εκτίμηση του S&P 500 για κερδοφορία (EPS) παραμένει στα \$267, ενώ ο λόγος Τιμής / Κέρδη (P/E) έχει υποχωρήσει από 22x σε 21x. Αντίστοιχη εικόνα παρατηρείται και στον δείκτη μικρής κεφαλαιοποίησης (S&P 600) με το P/E να έχει μειωθεί από το 16,62x στο 15,11x. Εντονότερη ήταν η υποχώρηση του λόγου Τιμή / Κέρδη για τον τεχνολογικό δείκτη NASDAQ όπου από 28,69x πλέον διαπραγματεύεται με 25,70x, μειωμένος κατά 3x από την αρχή του χρόνου. Όπως αναφέρθηκε, οι εκτιμήσεις της αγοράς για την κερδοφορία των δεικτών έχουν μειωθεί οριακά από την αρχή του χρόνου, ωστόσο ορισμένοι αναλυτές προμηνύουν μεγαλύτερη μείωση αυτής. Οι τελευταίες εξελίξεις έχουν επηρεάσει σημαντικά

S&P 500 P/E vs. Estimate P/E



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

και τον λόγο Τιμής / Κέρδη. Πιο συγκεκριμένα, το P/E του S&P 500 (μέτρηση 10 Απριλίου) εμφανίζεται 18,70x και του S&P 600 υπολογίζεται 13,05x. Η επίδραση της μεταβλητότητας μειώνει το P/E και για τον τεχνολογικό δείκτη NASDAQ όπου ανέρχεται στο 21,81x.

Οι αποτιμήσεις του S&P500 αποκλιμακώνονται προς επίπεδα τα οποία είναι συμβατά με ένα μακροοικονομικό περιβάλλον με υψηλότερο πληθωρισμό και πραγματικά επιτόκια παράλληλα με χαμηλότερη προσφορά χρήματος και καταναλωτική εμπιστοσύνη, το περιβάλλον αυτό με τα στασιμοπληθωριστικά χαρακτηριστικά δεν θα επιτρέψει στην Fed να παρέμβει τόσο άμεσα όσο είχε κάνει στα προηγούμενα 25 χρόνια. Έτσι εκτιμούμε το 18x αποτελεί ένα «λογικό» επίπεδο αποτιμήσεων. Στα επίπεδα αυτά ο δείκτης S&P500 θα μπορούσε να είναι δίκαια αποτιμημένος στις 4840 μονάδες μόνο όμως αν διατηρήσουμε τις προσδοκίες κερδοφορίας σταθερές κοντά στο 10% νούμερο το οποίο δείχνει πλέον πολύ υψηλό στο παρόν περιβάλλον. Πολλοί οίκοι έχουν αρχίσει να αναθεωρούν τις εκτιμήσεις τους προς το 5%. Παράλληλα είναι πιθανό ο εμπορικός πόλεμος να πλήξει την εμπιστοσύνη σε όλες τις αμερικανικές αξίες γεγονός που θα συνηγορούσε μείωση του premium των αμερικανικών μέτοχων σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Οι μετοχές της τεχνολογίας και του ευρύτερου «κλάδου» της ανάπτυξης (growth) αναμένεται να συνεχίσουν να πλήττονται σε αυτό το περιβάλλον. Επιπλέον, η ανάδυση πολλαπλών και πιο φτηνών εναλλακτικών εφαρμογών τεχνητής νοημοσύνης (TN), όπως η κινεζική DeepSeek, βάζει σε κίνδυνο τόσο την ολιγοπωλιακή δομή των εταιρειών τεχνολογίας των ΗΠΑ και αυξάνει την αβεβαιότητα σχετικά με τις αποδόσεις των επενδύσεων σε TN.

Με βάση τα παραπάνω, διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψη για την μετοχική αγορά των ΗΠΑ. Με τον κίνδυνο για περεταίρω μείωση των εκτιμήσεων της κερδοφορίας και την ανησυχία για την ανάπτυξη να αυξάνεται, προτιμούμε τον **ισοβαρή δείκτη** έναντι του S&P 500, καθώς οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες διαπραγματεύονται ακόμη σε υψηλότερες αποτιμήσεις έναντι των υπόλοιπων εταιριών του δείκτη. Η άποψη αυτή ενισχύεται και από το γεγονός ότι ο ισοβαρής δείκτης διαπραγματεύεται με P/E χαμηλότερο από τον μέσο όρο των τελευταίων δεκατριών ετών (16,54x με μ.ο 18,58x).

Αμυντικοί κλάδοι οι πιο
ελκυστικοί σε καθεστώς
αστάθειας

Σε επίπεδο κλάδων, η στάση μας είναι αμυντική χωρίς όμως να αποκλείουμε κυκλικούς κλάδους με καλά θεμελιώδη. Αναλυτικότερα, θεωρούμε ότι οι αμυντικοί παραμένουν προφυλαγμένοι από τις πιθανές απογοητεύσεις στην κερδοφορία και μέρος των κυκλικών θα ωφεληθούν στην περίπτωση που δεν επιβεβαιωθεί το ενδεχόμενο ύφεσης. Πιο συγκεκριμένα, από τους αμυντικούς κλάδους, συνεχίζουμε να προτιμούμε τις εταιρείες **Κοινής Ωφέλειας** (Utilities) καθώς συνδυάζουν υψηλή μερισματική απόδοση (3,08%) με χαμηλές αποτιμήσεις. Ταυτόχρονα, η αύξηση της ζήτησης για ηλεκτρική ενέργεια – data centers/AI, επαναπατρισμός της μεταποίησης – τον καθιστά ελκυστικό και αναμένουμε να ευνοηθεί αναπτυξιακά τα επόμενα χρόνια. Πέραν αυτού,

προτιμούμε τον **κλάδο της Υγείας** καθώς συνδυάζει υψηλές εκτιμήσεις κερδοφορίας (37,21%) και χαμηλό P/E (16.81 μ.ο 21). Συγκαταλέγεται στους αμυντικούς κλάδους και διαθέτει ενθαρρυντικά ποιοτικά χαρακτηριστικά, όπως το PEG ratio (0,74), ROE (20,74), EV to EBITDA (13,24) και Debt to Equity (91). Επιπρόσθετα, η ανελαστική ζήτηση του κλάδου τον κατατάσσει στους πλέον οχυρωμένους σε περιόδους αυξημένου πληθωρισμού. Παράλληλα, συνεχίζουμε να προτιμούμε τους **Dividend aristocrats** (μερισματική απόδοση 2,5%) καθώς μεγάλος όγκος των εταιριών έχει αυξήσει σημαντικά την μερισματική απόδοση, γεγονός που υπόσχεται ασφάλεια για τα επόμενα χρόνια.

Κυκλικοί κλάδοι προφυλάσσουν στην περίπτωση επιβράδυνσης και όχι ύφεσης

Από τους Κυκλικούς κλάδους ξεχωρίζουμε τις **Τράπεζες**, την **Ενέργεια** και τις **Υπηρεσίες Επικοινωνίας**. Πιο διεξοδικά, ο κλάδος της Ενέργειας έχει υψηλή μερισματική απόδοση (3,2%), χαμηλό P/E (15,36) καθώς και τη χαμηλότερη δανειακή επιβάρυνση (Debt/Equity 43). Ο Τραπεζικός Κλάδος προσφέρει υψηλή μερισματική απόδοση (3,23%), ελκυστικές αποτιμήσεις όπως χαμηλό P/BK (1,3) και PEG ratio (0,63). Επιπλέον, η μείωση των επιτοκίων απελευθερώνει διαθέσιμα κεφάλαια για επανεπένδυση και οι προγραμματικές δηλώσεις της αμερικάνικης ηγεσίας για αποκανονικοποίηση (deregulation) αναμένεται να ευνοήσουν τον κλάδο. Τέλος, παραμένουμε θετικοί στις **Υπηρεσίες Επικοινωνίας**, όπου σε περίπτωση μεγαλύτερης διόρθωσης αναζητούμε ευκαιρίες για επιπλέον αύξηση της θέσης μας. Ο κλάδος παράλληλα, παρουσιάζει ικανοποιητικές αποτιμήσεις στα θεμελιώδη και στις εκτιμήσεις κερδοφορίας.

3.2 Ευρωζώνη :

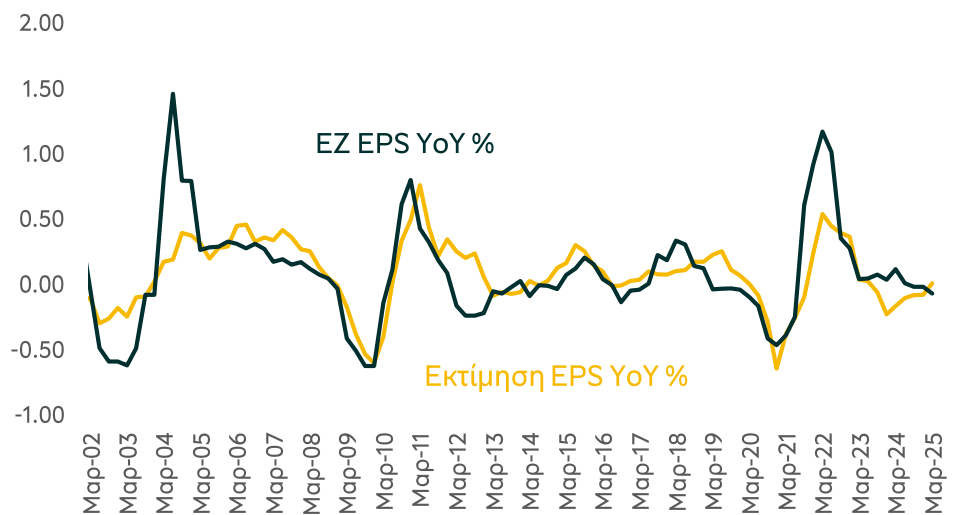
Αρνητική άποψη

Η εκτίμηση για την κερδοφορία των εταιριών εξαρτάται από την πορεία των μακροοικονομικών στοιχείων της ΕΖ, ενώ οι δασμοί θα πλήξουν τα εταιρικά αποτελέσματα

Το Α' τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx υπεραπέδωσε έναντι του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World. Ύστερα από τις εξελίξεις με τις ΗΠΑ όσον αφορά τη στήριξη της Ουκρανίας, η Ευρωπαϊκή Ένωση πρότεινε πακέτο μέτρων ύψους €800δισ διάρκειας 4 χρόνων για την ενίσχυση των αμυντικών δαπανών. Η πρόταση της Γερμανίας (whatever it takes) για τεράστια δημοσιονομική μεταρρύθμιση που θα προωθήσει η χώρα για επενδύσεις στον τομέα της άμυνας και των υποδομών έδωσαν ώθηση στον μετοχικό δείκτη. Παράλληλα η οικονομία της Ευρωζώνης αναπτύχθηκε με ταχύτερο ρυθμό απ' ό,τι αναμενόταν, κατά το τελευταίο τρίμηνο του 2024. Ο δείκτης PMI της Ευρωζώνης για τον τομέα της μεταποίησης ενισχύθηκε ελαφρώς τον Φεβρουάριο, παραμένοντας ωστόσο σε επίπεδο συρρίκνωσης. Μετά την αναμενόμενη μείωση των επιτοκίων τον Μάρτιο, η επικεφαλής της ΕΚΤ ανέφερε ότι οι αποφάσεις για τη νομισματική πολιτική θα λαμβάνονται σε κάθε συνεδρίαση με βάση τα δεδομένα.

Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιρειών του Euro Stoxx (EPS) υποχώρησαν σημαντικά για το 2024 (-2%) σε σχέση με το προηγούμενο έτος. Για το 2025 οι εκτιμήσεις ενισχύθηκαν από το προηγούμενο τρίμηνο στο +9,8%. Βέβαια, προκειμένου να υποστηριχθούν οι προσδοκίες της αγοράς για την κερδοφορία των εταιρειών το 2025 απαιτείται σημαντική βελτίωση στα μακροοικονομικά στοιχεία αφ' ενός, ενώ παράλληλα η επιβολή των δασμών θα πλήξει την κερδοφορία των εταιρειών. Σύμφωνα με τα στοιχεία που επηρεάζουν τα κέρδη των εταιρειών της ΕΖ, όπως η κερδοφορία των εταιρειών στις ΗΠΑ, η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου, το spread των 10ετών ομολόγων της ΕΖ με τις ΗΠΑ, η δίκαιη τιμή για τα EPS της ΕΖ παραμένει σε χαμηλά επίπεδα.

Euro Stoxx EPS YoY % & Εκτίμηση EPS YoY %



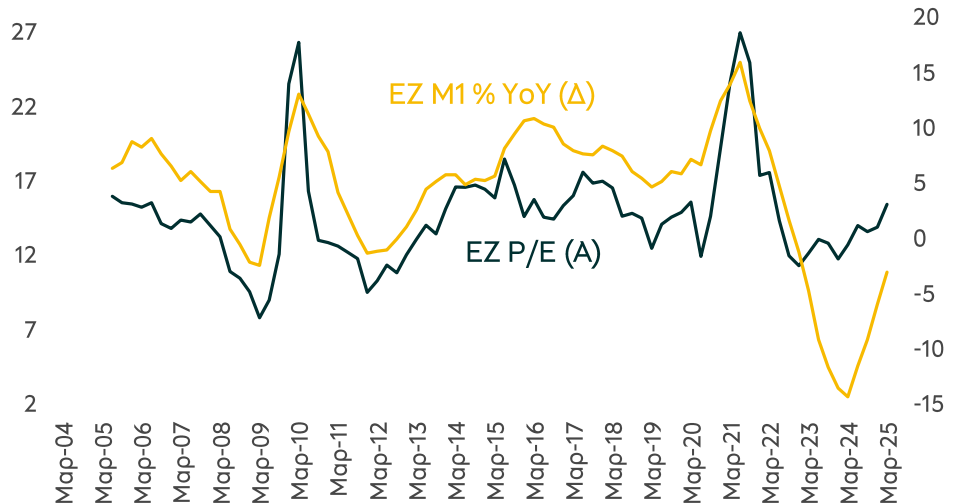
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Σε όρους αποτιμήσεων (P/E), η αγορά της ΕΖ παρά την πρόσφατη ανοδική κίνηση εξακολουθεί να εμφανίζεται αρκετά πιο φθηνή από την αμερικανική αγορά, καθώς παραμένει η αβεβαιότητα για την εξέλιξη της οικονομίας της ΕΖ εν μέσω δασμών και γεωπολιτικών εξελίξεων. Το P/E της ΕΖ ακολουθεί γενικά το P/E του αμερικανικού δείκτη S&P 500 καθώς εμφανίζει υψηλή συσχέτιση, ωστόσο για να κινηθεί ανοδικά απαιτείται βελτίωση των οικονομικών συνθηκών στην ΕΖ. Η νομισματική πολιτική έχει γίνει πιο υποστηρικτική από την ΕΚΤ και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος M1 συνεχίζει να κινείται ανοδικά, ωστόσο χρειάζεται μεγαλύτερη αύξηση του ρυθμού αυτού, αλλά και ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας των μεγαλύτερων οικονομιών της ΕΖ (Γερμανίας Γαλλίας), ώστε να στηριχθούν οι μετοχικές αποτιμήσεις.

Αν και η δημοσιονομική χαλάρωση στη Γερμανία έχει εξαγγελθεί και ψηφιστεί, ωστόσο η επίπτωση στην κερδοφορία αναμένεται να εμφανιστεί το 2026 και μετά. Παράλληλα, η δημοσιονομική χαλάρωση

της Γερμανίας αναμένεται να επηρεάσει ανοδικά τις αποδόσεις στη λήξη αυξάνοντας το κόστος δανεισμού των χωρών της Ευρωζώνης, δημιουργώντας πρόβλημα ιδιαίτερα στις χώρες που δεν διαθέτουν δημοσιονομικά περιθώρια. Ταυτόχρονα, το γεγονός αυτό ενισχύει και το ευρώ, που αναμένεται να πλήξει την κερδοφορία των ευρωπαϊκών μετοχών. **Διατηρούμε την αρνητική άποψή μας για την ΕΖ.**

Euro Stoxx P/E & EZ M1 % YoY



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

Οι κλάδοι που ξεχώρισαν σε απόδοση το Α' τρίμηνο του έτους ήταν τα Χρηματοοικονομικά (και κυρίως οι Τράπεζες), η Ενέργεια, η Κοινή Ωφέλεια και οι Υπηρεσίες Επικοινωνίας, ενώ τις μεγαλύτερες απώλειες σημείωσαν τα Ακίνητα.

Επιλογή αμυντικών κλάδων και κλάδων με λογικές αποτιμήσεις

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Υπηρεσιών

Επικοινωνίας, καθώς εμφανίζει δυνατά θεμελιώδη στοιχεία. Οι συνεχιζόμενες επενδύσεις για τον εκσυγχρονισμό των δικτύων και την κάλυψη της αυξανόμενης ζήτησης για ψηφιακές υπηρεσίες θα οδηγήσουν στην περαιτέρω ανάπτυξή τους. Οι αποτιμήσεις του κλάδου παραμένουν σε λογικά επίπεδα.

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Τραπεζών ο

οποίος διατήρησε την ανοδική του πορεία, παραμένοντας φθηνός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 8,3x) με υψηλή μερισματική απόδοση (6,0%).

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο της Κοινής Ωφελείας,

καθώς είναι αμυντικός. Παρά την ανοδική του κίνηση από την αρχή του έτους

ο κλάδος διατηρεί ελκυστική αποτίμηση με P/E 12,2x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,5%).

Ο κλάδος των Ακινήτων συνέχισε να υποαποδίδει και το Α' τρίμηνο, με την αρνητική κερδοφορία για το 2024 να είναι χαμηλότερη των προσδοκιών από το προηγούμενο. Έχουν αυξηθεί ωστόσο οι προσδοκίες για την κερδοφορία του 2025. **Διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο των Ακινήτων** καθώς οι επενδύσεις σε ακίνητα αναμένεται να αυξηθούν μέσα στο τρέχον έτος. Ο κλάδος έχει ελκυστική αποτίμηση με P/E 11,7x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,4%).

Διατηρούμε την θετική μας άποψη για την Ενέργεια καθώς συνεχίζει να είναι ελκυστικός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 7,9x, μερισματική απόδοση 6,4%). Η τιμή του πετρελαίου στα τρέχοντα επίπεδα θεωρούμε ότι είναι δίκαια αποτιμημένη.

3.3 Ιαπωνία, Αναδυόμενες Αγορές & Κίνα :

Ήπια Αρνητική

Αδύναμη ανάπτυξη και περιβάλλον ανοδικών επιτοκίων παράλληλα με τον αντίκτυπο των πολιτικών προστατευτισμού των ΗΠΑ, δημιουργούν αρνητικό κλίμα

Η ιαπωνική μετοχική αγορά υποαπέδωσε έναντι του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World το Α' τρίμηνο. Στα μακροοικονομικά στοιχεία τα αναθεωρημένα στοιχεία για το ΑΕΠ της Ιαπωνίας έδειξαν ανάπτυξη 2,2% για το Δ' τρίμηνο, σε ετήσια βάση, χαμηλότερα από τις εκτιμήσεις των οικονομολόγων και από την προηγούμενη πρόβλεψη για ανάπτυξη 2,8%. Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας προχώρησε σε αύξηση του επιτοκίου της τον Ιανουάριο, και αναθεώρησε ανοδικά την εκτίμησή της για τον δομικό πληθωρισμό. Ο ετήσιος πληθωρισμός ενισχύθηκε τον Φεβρουάριο, ξεπερνώντας κατά πολύ τον επίσημο στόχο του 2%, ενισχύοντας τις εκτιμήσεις για συνέχιση των αυξήσεων των επιτοκίων. Η μεταποίηση ενισχύθηκε τον Φεβρουάριο ανακάμπτοντας από το χαμηλό 10 μηνών που σημειώθηκε τον Ιανουάριο, παραμένοντας ωστόσο σε περιβάλλον ελαφράς συρρίκνωσης. Το κλίμα έφτασε στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Ιούνιο του 2020 υπό το βάρος των ανησυχιών για την αργή εγχώρια ανάκαμψη και τον αντίκτυπο των πολιτικών προστατευτισμού των ΗΠΑ. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τις εταιρίες του ιαπωνικού δείκτη TOPIX έχει ενισχυθεί σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο, (12% και 11,5%) για τα έτη 2024 και 2025, ωστόσο η επιβολή των δασμών θέτει σε κίνδυνο την κερδοφορία των εταιριών. Σε όρους αποτίμησης (P/E 13,5x) η μετοχική αγορά είναι φθηνότερη από την αμερικανική και από την ευρωπαϊκή αγορά. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία.**

Διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τις Αναδυόμενες Αγορές και την Κίνα. Το Α' τρίμηνο ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (AA) σε δολάριο υπεραπέδωσε του μετοχικού δείκτη MSCI World σημειώνοντας

Πληθωρισμός, συναλλαγματικές ισοτιμίες με το δολάριο και οι εμπορικές εντάσεις επηρεάζουν αρνητικά τις αποδόσεις

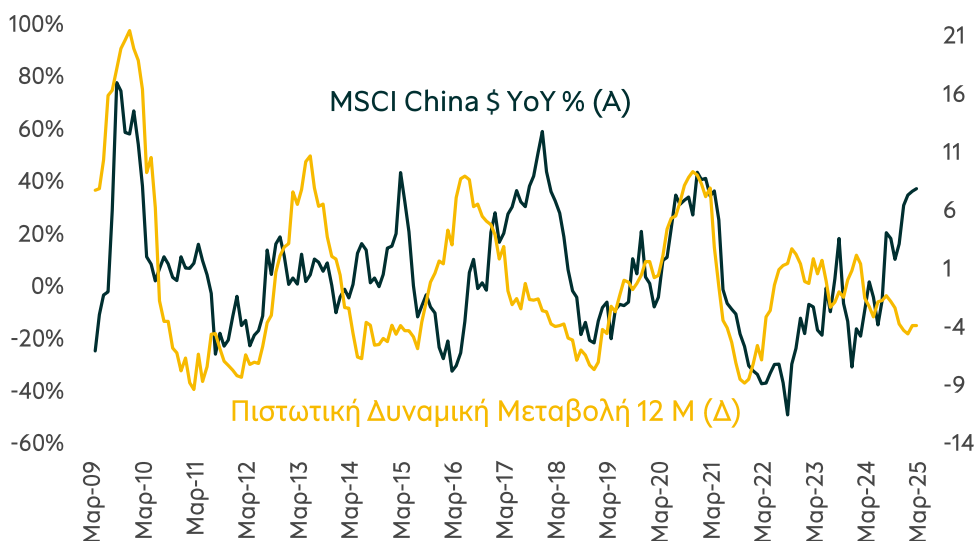
Διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας και εμπορικός πόλεμος με τις ΗΠΑ έχουν αρνητική επίπτωση στις αποδόσεις.

άνοδο κυρίως λόγω της σημαντικής ανόδου που κατέγραψε η μετοχική αγορά της Κίνας. Σε επίπεδο μεταποίησης και εξαγωγών οι ΑΑ συνεχίζουν να εμφανίζουν καλύτερη εικόνα από τις ανεπτυγμένες οικονομίες, ωστόσο ο πληθωρισμός δεν υποχωρεί σύμφωνα με τις προσδοκίες, προβληματίζοντας τις κεντρικές τράπεζες (άνοδος των επιτοκίων από Βραζιλία). Οι εμπορικές εντάσεις με τις ΗΠΑ, προκαλούν αβεβαιότητα ενώ και οι διακυμάνσεις στις συναλλαγματικές ισοτιμίες των ΑΑ έναντι του δολαρίου επηρεάζουν αρνητικά τις αποδόσεις των μετοχικών αγορών. Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών παραμένει υψηλότερη από της ΕΖ (9,3% και 15% για τα έτη 2024 και 2025 αντίστοιχα) και σε όρους αποτίμησης (P/E 13x) βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο από αυτό της ΕΖ.

Στην Κίνα η ανοδική κίνηση της μετοχικής αγοράς του Α' τριμήνου ξεκίνησε από τον κλάδο της τεχνικής νοημοσύνης (DeepSeek) και συνεχίστηκε με τον σχεδιασμό μέτρων τόνωσης της αγοράς και του τεχνολογικού κλάδου. Το ΑΕΠ αναπτύχθηκε 5% το 2024 και αναμένεται να ενισχυθεί περίπου 5% και το 2025. Ωστόσο οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν, δεν επιταχύνθηκε ιδιαίτερα η πιστωτική δυναμική της οικονομίας και ο εμπορικός πόλεμος με τις ΗΠΑ θα έχει τις επιπτώσεις του στην αγορά μετοχών. Οι χαμηλές αποτιμήσεις των κινέζικων μετοχών και η σχετικά ισχυρότερη ανάπτυξη θα μπορούσαν να συνεχίσουν να στηρίζουν τις κινέζικες μετοχές.

Η αβεβαιότητα όμως για την έκβαση του εμπορικού πολέμου, με τις συνεχείς κλιμακώσεις αλλά και η μη αμελητέα πιθανότητα ενός γεωπολιτικού επεισοδίου αντισταθμίζουν με το παραπάνω το συγκριτικό πλεονέκτημα στα θεμελιώδη.

MSCI China σε USD (YoY %) & Πιστωτική Δυναμική (Δ%)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.1 ΗΠΑ| Κρατικά:

Διατηρούμε την άποψή μας Ήπια Θετική

Οι αποδόσεις των αμερικανικών κρατικών ομολόγων κινήθηκαν σε σχετικά περιορισμένο εύρος διακύμανσης το Α' τρίμηνο του 2025, ωστόσο με την ανακοίνωση των δασμών στις 2 Απριλίου επικράτησε έντονη μεταβλητότητα. Ενδεικτικά, η 10ετία κατέγραψε χαμηλό (3,86%) από τον Οκτώβριο του 2024, διασπώντας καθοδικά το εύρος διακύμανσης του τριμήνου, αλλά στη συνέχεια με την αύξηση των δασμών στην Κίνα στο 104% ανήλθε στην περιοχή του 4,5%. Ο δείκτης μεταβλητότητας MOVE ανήλθε σε υψηλό από τον Οκτώβριο του 2023.

Μια σειρά οικονομικών δεικτών, κυρίως ερευνών εμπιστοσύνης (Conference Board χαμηλό από αρχές 2021, Michigan sentiment) αλλά και ISM μεταποίησης και υπηρεσιών, καθώς και η ανησυχία σχετικά με το πόσο θα πληγεί η ανάπτυξη στις ΗΠΑ από τους καθολικούς δασμούς που επιβλήθηκαν αποκλιμάκωσε τις αποδόσεις στη λήξη των ομολόγων. Ήδη, η Fed στη σύσκεψη του Μαρτίου αν και θεωρεί ότι η εικόνα της οικονομίας παραμένει ισχυρή περιορίσε κάπως τις εκτιμήσεις για την ανάπτυξη το 2025 (από 2,1% τον Δεκέμβριο σε 1,7%) και το 2026 (από 2% σε 1,8%).

Η δέσμευση του Υπουργού Οικονομικών (Bessent) για σχετικά χαμηλές εκδόσεις ομολόγων (issuance), ο περιορισμός του ρυθμού ποσοτικής σύσφιγξης της Fed (QT) **και η στροφή της αγοράς από τις ανησυχίες για δημοσιονομικό εκτροχιασμό στο πόσο θα πληγεί η ανάπτυξη λόγω των δασμών δρουν υποστηρικτικά στην αποκλιμάκωση των αποδόσεων στη λήξη.**

Οι καθαρές θέσεις πώλησης στα 10ετή treasury αν και μειώθηκαν, παραμένουν σε υψηλά επίπεδα. Σε περίπτωση που η οικονομία δεχθεί όντως πλήγμα, το κλείσιμο των short θέσεων αναμένεται να ωθήσει χαμηλότερα τις αποδόσεις.

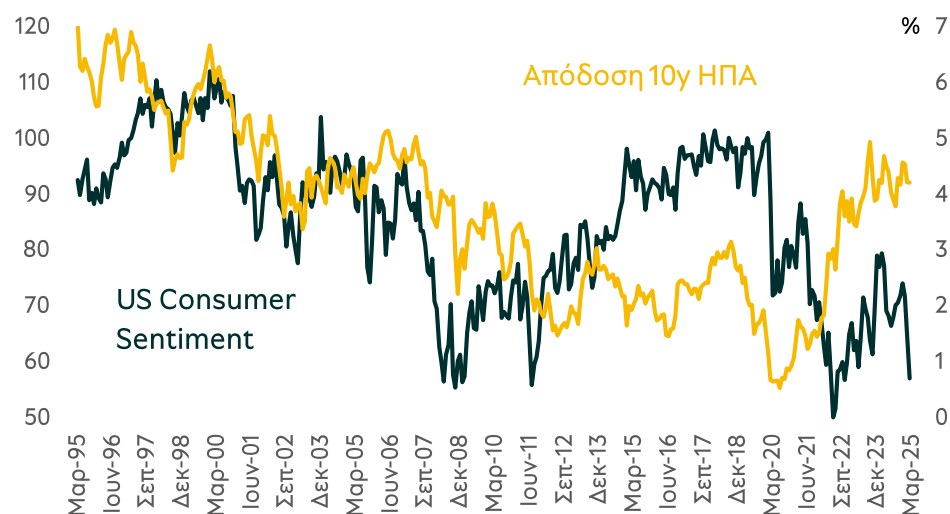
Αν και σίγουρα θα υπάρξουν πληθωριστικές πιέσεις λόγω των καθολικών δασμών θεωρούμε ότι εν τέλει η επιπτώση στην ανάπτυξη θα είναι σημαντική. Σε περίπτωση περαιτέρω επιδείνωσης των μακροοικονομικών μεγεθών η Fed αναμένεται να παρέμβει. Για τους ανωτέρω λόγους παραμένουμε ήπια θετικοί στα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ.

Παράγοντες ρίσκου για την στρατηγική μας αποτελεί κυρίως ότι η γενίκευση του εμπορικού πολέμου θα αναζωπυρώσει τον πληθωρισμό για αρκετό χρονικό διάστημα εμποδίζοντας την Fed από το να προχωρήσει σε μείωση των επιτοκίων. Ειδικότερα οι μακροπρόθεσμες πληθωριστικές προσδοκίες ανήλθαν σε υψηλά 32 ετών και ορισμένες συνιστώσες του πληθωρισμού, ιδιαίτερα του δομικού παραμένουν επίμονες. Ταυτόχρονα, το ενδεχόμενο η αγορά εργασίας να συνεχίζει να παραμένει ανθεκτική ενδεχομένως κάνει την Fed πιο επιφυλακτική βραχυπρόθεσμα. Παράλληλα, υπάρχει ακόμα ως ενδεχόμενο το

Οι ανησυχίες της αγοράς για το πόσο θα πληγεί η ανάπτυξη αναμένεται να αποκλιμακώσουν τις αποδόσεις στη λήξη

να οδηγηθούν οι ΗΠΑ σε δημοσιονομική αστάθεια αν αποτύχει το εγχείρημα των Ρεπουμπλικάνων για μεταστροφή του μοντέλου της οικονομίας (άνοδος term premium και η πιθανότητα να αμφισβητηθεί η ηγεμονία και αξιοπιστία των ΗΠΑ λόγω του εμπορικού πολέμου).

Δείκτης ΗΠΑ Consumer sentiment & Απόδοση 10ετους



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.2 ΗΠΑ | Εταιρικά:

Ουδέτερη άποψη στα IG, Ήπια Αρνητική στα HY

Τα ομόλογα IG των ΗΠΑ υποαπέδωσαν οριακά έναντι των treasuries το Α' τρίμηνο παρουσιάζοντας και οι δυο κατηγορίες θετική συνολική απόδοση. Τα HY ομόλογα ΗΠΑ υποαπέδωσαν έναντι των treasuries, καθώς ενισχύθηκαν οι φόβοι για τον ρυθμό ανάπτυξης.

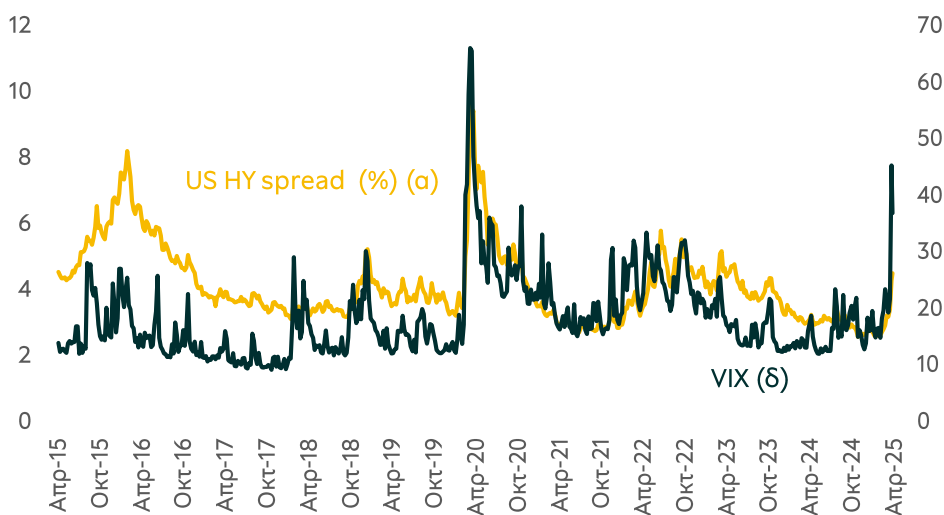
Τα spreads των αμερικανικών ομολόγων παρουσίασαν έντονη μεταβλητότητα το Α' τρίμηνο του 2025. Τα spread των IG στα μέσα Φεβρουαρίου υποχώρησαν κοντά σε πολυετή χαμηλά επίπεδα (77 μ.β.), ωστόσο στη συνέχεια διευρύνθηκαν σε υψηλό (119 μ.β.) από τον Νοέμβριο του 2023, ακολουθώντας την ανησυχία για κλιμάκωση του εμπορικού πολέμου. Οι εκδότες των IG ομολόγων επηρεάζονται άμεσα περισσότερο από ενδεχόμενη κλιμάκωση καθώς έχουν μεγαλύτερη διεθνή παρουσία από τους HY εκδότες που είναι περισσότερο εξαρτημένοι από την εσωτερική ζήτηση, άρα και πιθανή ύφεση στις ΗΠΑ. Ωστόσο, μέχρι στιγμής η κερδοφορία τους (EBITDA Margin) παραμένει σε ιστορικά υψηλά επίπεδα (31,05%).

Παραμένουμε ουδέτεροι στα IG ομόλογα ΗΠΑ.

Τα spread των HY ομολόγων εμφάνισαν ακόμα υψηλότερη μεταβλητότητα. Στα μέσα Φεβρουαρίου προσέγγισαν τα πολυετή χαμηλά (256 μ.β.) στη συνέχεια ωστόσο ανήλθαν σε υψηλό από τον Μάιο του 2023 (453 μ.β.), λόγω των ανησυχιών για ύφεση στις ΗΠΑ εξαιτίας της κλιμάκωσης του εμπορικού πολέμου. Οι εκδότες των HY ομολόγων αν και αναμένεται να ωφεληθούν περισσότερο από τις εκτιμώμενες φοροαπαλλαγές στις ΗΠΑ, **επηρεάστηκαν τόσο από την γενικότερη ανησυχία για τον εμπορικό πόλεμο, όσο και από την διόρθωση της μετοχικής αγοράς των ΗΠΑ και την άνοδο της μεταβλητότητας, με την οποία παρατηρείται ισχυρή συσχέτιση διαχρονικά.** Ο δείκτης VIX κατέγραψε υψηλό από τον Απρίλιο του 2020, ενώ η συνεπακόλουθη διεύρυνση των spread δεν ήταν ανάλογη.

Διατηρούμε την αρνητική μας άποψη για τα ομόλογα HY ΗΠΑ.

Δείκτης VIX & US High Yield spread



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά:

Διατηρούμε την Θετική άποψή μας

Οι αποδόσεις των κρατικών ομολόγων ΕΖ κινήθηκαν έντονα ανοδικά το Α' τρίμηνο του έτους, κυρίως λόγω της απόφασης για δημοσιονομική χαλάρωση στη Γερμανία και του αντίκτυπου που θα έχει αυτή στην αναπτυξιακή δυναμική και στις νέες εκδόσεις ομολόγων.

Αναλυτικότερα, το δημοσιονομικό πακέτο για υποδομές ύψους περίπου 850 δις. ευρώ ήταν που επηρέασε κυρίως θετικά τις εκτιμήσεις για την ανάπτυξη και δευτερευόντως το πρόγραμμα για την άμυνα (Re Arm Europe) το οποίο είναι μικρότερο και επηρεάζει ανισοβαρώς τις οικονομίες της ΕΖ.

Η απόδοση του bund ανήλθε σε υψηλό (2,94%) από τον Οκτώβριο του 2023, σε μια κίνηση αντίστοιχη σε μέγεθος και ένταση με την άνοδο των αποδόσεων των βρετανικών ομολόγων στην κατάθεση του προϋπολογισμού της Liss Truss. Στη συνέχεια υποχώρησε στην περιοχή του 2,50%, λόγω των ανησυχιών για ύφεση εξαιτίας των καθολικών δασμών. Δύο κυρίως λόγοι είναι υπεύθυνοι για την άνοδο των αποδόσεων στη λήξη τόσο των γερμανικών όσο και των υπολοίπων ευρωπαϊκών ομολόγων.

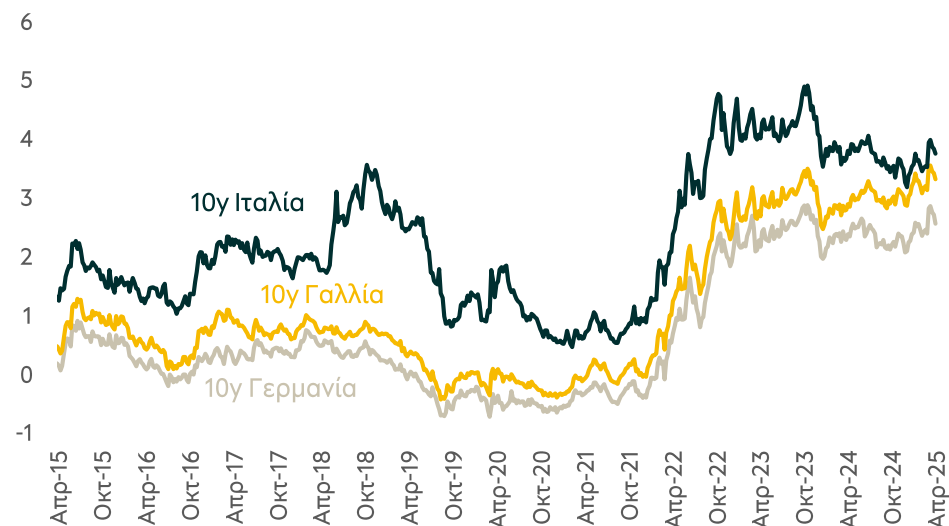
Αρχικά, **η αγορά προεξόφλησε έντονα και γρήγορα τις θετικές επιπτώσεις στην ανάπτυξη της ΕΖ**, από την εξαγγελθείσα δημοσιονομική χαλάρωση στη Γερμανία, τόσο σε μεγέθη ρυθμών ανάπτυξης αλλά και έκδοσης νέων ομολόγων (issuance). Ταυτόχρονα, ο αναμενόμενος τερματισμός του πολέμου στην Ουκρανία θα δράσει ενισχυτικά. **Παράλληλα, οι επενδυτές αναμένουν λιγότερες μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ σε σχέση με την Fed**, θεωρώντας ότι η ΕΚΤ ενδεχομένως να κάνει παύση στις μεταβολές της νομισματικής πολιτικής μέχρι να ξεκαθαρίσει το μέγεθος της επίπτωσης των εμπορικών δασμών.

Οι επιπτώσεις από ενδεχόμενη κλιμάκωση του εμπορικού πολέμου με τις ΗΠΑ και η αβεβαιότητα της δυναμικής της κινεζικής οικονομίας δεν έχουν ακόμα αποτυπωθεί στην ΕΖ και τα ρίσκα παραμένουν καθολικά. Για τους λόγους αυτούς παραμένουμε θετικοί στα ομόλογα της Ευρωζώνης

Αν και αναγνωρίζουμε πλήρως την αλλαγή νοοτροπίας στη Γερμανία (paradigm shift) και την πιο έντονη hawkish διάθεση της ΕΚΤ, εντούτοις διαπιστώνουμε τα εξής.

Η αγορά έσπευσε πολύ γρήγορα και έντονα να προεξοφλήσει την θετική επίπτωση των εξαγγελθέντων μέτρων. Εκτός από το ρίσκο υλοποίησης, οι επενδυτές αγνόησαν την υποβάθμιση των προβλέψεων της ΕΚΤ για τους ρυθμούς ανάπτυξης της ΕΖ και την έκθεση της Bundesbank στην οποία αναφέρονται ότι θα χρειαστούν επιπλέον μέτρα για την τόνωση της γερμανικής οικονομίας (μείωση γραφειοκρατίας, εργατικό δυναμικό κ.α.). Παράλληλα, χώρες δίχως δημοσιονομικά περιθώρια, όπως η Γαλλία σε

Αποδόσεις 10ετών ομολόγων



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

περίπτωση που αυξήσουν και αυτές τις δαπάνες και σεβαστούν τους δημοσιονομικούς κανόνες θα πλήξουν την ανάπτυξη, ωθώντας τελικά τις αποδόσεις χαμηλότερα, ενώ σε περίπτωση που παραμείνουν δημοσιονομικά αυστηρές θα αυξηθούν οι αποδόσεις τους και θα ενισχύσουν το ενδεχόμενο πολιτικής ή και οικονομικής κρίσης στην Ευρωζώνη.

Το κόστος που θα αναλάβει η Ευρώπη για την ανοικοδόμηση της Ουκρανίας δεν είναι σαφές. Τέλος, **οι επιπτώσεις από ενδεχόμενη κλιμάκωση του εμπορικού πολέμου με τις ΗΠΑ και η αβεβαιότητα της δυναμικής της κινεζικής οικονομίας δεν έχουν ακόμα αποτυπωθεί στην ΕΖ και τα ρίσκα παραμένουν καθοδικά. Για τους λόγους αυτούς παραμένουμε θετικοί στα ομόλογα της Ευρωζώνης.**

4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά:

Ουδέτερη στα IG και Ήπια Αρνητική στα HY

Τα spreads των IG υποχώρησαν από την αρχή του έτους, ενώ τα spread των HY ομολόγων διευρύνθηκαν, παρά το θετικό κλίμα στην μετοχική κατηγορία της Ευρωζώνης στο Α' τρίμηνο. Τα spreads των IG ομολόγων κατέγραψαν στις 10 Μαρτίου χαμηλό (85 μ.β.) από τα τέλη του 2021, προτού αυξηθούν σε υψηλό 126 μ.β) από τον Φεβρουάριο του 2024 στον απόηχο των δασμών που ανακοινώθηκαν στις 2 Απριλίου.

Ο δείκτης μόχλευσης των IG εκδοτών (Net Debt/Adjusted Ebitda) βρίσκεται σε χαμηλό 5ετίας (2,3x) αντανakλώντας την βελτίωση των ισολογισμών. Παράλληλα, η κερδοφορία των IG εκδοτών εκτός χρηματοοικονομικών (Adjusted Ebitda) ανήλθε σε υψηλό (27,1%) από τον Σεπτέμβριο του 2022. Ωστόσο, ο δείκτης ταμειακών ροών (FCF/Total Debt ratio) παραμένει σε χαμηλό (14,33x) από το Α' τρίμηνο του 2021. Το premium που απολάμβαναν τα αμερικανικά εταιρικά ομόλογα έναντι των αντίστοιχων ευρωπαϊκών (από τον πόλεμο στην Ουκρανία) περιορίστηκε αρκετά λόγω της ανησυχίας ότι ο εμπορικός πόλεμος θα πλήξει εμπροσθοβαρώς περισσότερο τις ΗΠΑ.

Συμπερασματικά παραμένουμε ουδέτεροι στα IG ΕΖ.

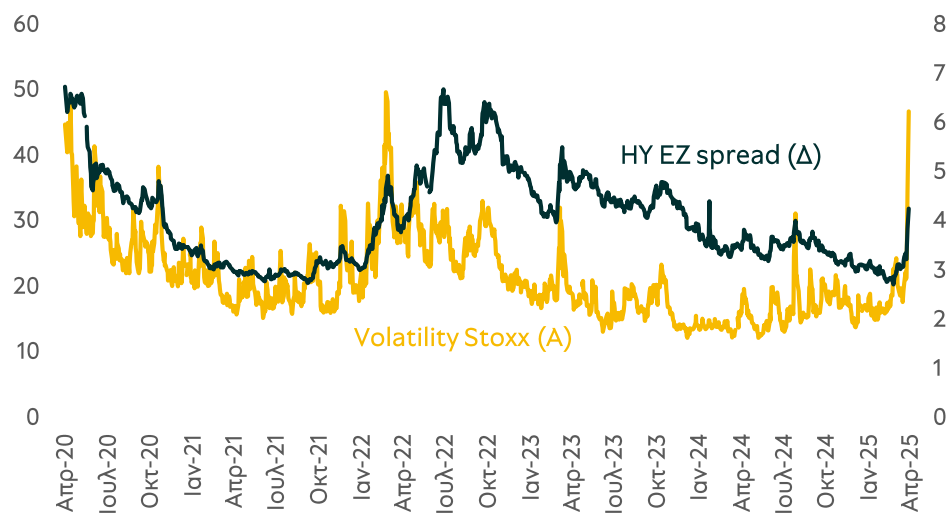
Σχετικά με τα HY, το spread των HY ομολόγων κατέγραψε στις 5 Μαρτίου χαμηλό 7 ετών (271 μ.β.), ωστόσο στη συνέχεια οι ανησυχίες για τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου στους HY εκδότες το οδήγησαν σε υψηλό από τον Ιανουάριο του 2024 (425 μ.β.). Ο δείκτης coverage ratio, δηλαδή ο δείκτης κάλυψης χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων (EBITDA/ Interest expense) των HY εκδοτών εκτός των financials υποχώρησε το Δ' τρίμηνο του 2024 πολύ κοντά στο ιστορικό χαμηλό (4,58x) του Β' τριμήνου του 2024.

Αυτό μας προβληματίζει (όσο χαμηλότερος ο δείκτης, τόσο υψηλότερος ο κίνδυνος αθέτησης) παρά τις συνεχείς μειώσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ.

Συνοψίζοντας θεωρούμε ότι τα spreads στην παρούσα φάση δεν αντικατοπτρίζουν τα καθοδικά ρίσκα για τους εκδότες, κυρίως από την εμπορική πολιτική του D. Trump και έχουν ταυτόχρονα υπερεκτιμήσει τις θετικές επιπτώσεις από την δημοσιονομική επέκταση στην Γερμανία και τον πιθανό τερματισμό του πολέμου στην Ουκρανία.

Για τους λόγους αυτούς διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση.

Μεταβλητότητα Stoxx & Spread HY Ευρωζώνης



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Συνάλλαγμα

05

Ο εμπορικός πόλεμος αλλά και το ευρύτερο πλαίσιο των πολιτικών της κυβέρνησης Trump έχουν αρχίσει να κλονίζουν τη εμπιστοσύνη στο δολάριο και να αυξάνουν σημαντικά την μεταβλητότητα στην αγορά

5.1 USD:

Ουδέτερη άποψη

Οι πολιτικές της κυβέρνησης Trump φαίνεται να αλλάζουν τα δεδομένα και στην αγορά συναλλάγματος. Η έναρξη του εμπορικού πολέμου αποτελεί ένα αρνητικό σοκ για τον υπόλοιπο κόσμο, ο οποίος έχει εμπορικό πλεόνασμα με τις ΗΠΑ, ενώ βραχυπρόθεσμα οι δασμοί αναμένεται να αυξήσουν τον αμερικανικό πληθωρισμό. Οι παράγοντες αυτοί είναι θετικοί για το δολάριο και κατά ένα μεγάλο ποσοστό προεξοφλήθηκαν στα πρόσφατα υψηλά (110 δείκτης DXY). Μεσοπρόθεσμα όμως οι παράγοντες αρχίζουν να διαμορφώνονται αρνητικοί για το αμερικανικό νόμισμα. Πέρα από το ότι τελικά ο εμπορικός πόλεμος αναμένεται να επηρεάσει και την ανάπτυξη στις ΗΠΑ (με αποτέλεσμα την πιο γοργή μείωση των επιτοκίων από την FED), ένα μεγάλο μέρος της επιτυχίας του αμερικανικού μοντέλου οφείλεται στην παγκοσμιοποίηση η οποία αμφισβητείται. Παράλληλα, ως αντίδραση στον πόλεμο αυτό, πολλές οικονομίες αντιδρούν όχι μόνο με ανταποδοτικούς δασμούς αλλά και με αύξηση των κρατικών δαπανών. Οικονομίες, όπως η Γερμανία και η Κίνα, έχουν άπλετο δημοσιονομικό χώρο τον οποίο αναμένεται να εκμεταλλευτούν. Παράλληλα, στις ΗΠΑ τα διαρθρωτικά δεδομένα επιδεινώνονται (το δημοσιονομικό έλλειμμα αυξήθηκε στο 7% του ΑΕΠ, το έλλειμμα των τρεχουσών συναλλαγών στο 4%, ενώ η παραγωγικότητα της εργασίας έπεσε κάτω από το 2%) και το δολάριο παραμένει υπερτιμημένο γύρω στο 8%. **Προσπάθειες μείωσης των ελλειμμάτων σε πρώτο χρόνο αναμένεται να συμβάλλουν σε μια πιο γρήγορη επιβράδυνση της οικονομίας των ΗΠΑ και αποδυνάμωση του δολαρίου. Μεταβάλλουμε την άποψη μας από θετική σε ουδέτερη.**

5.2 EURUSD:

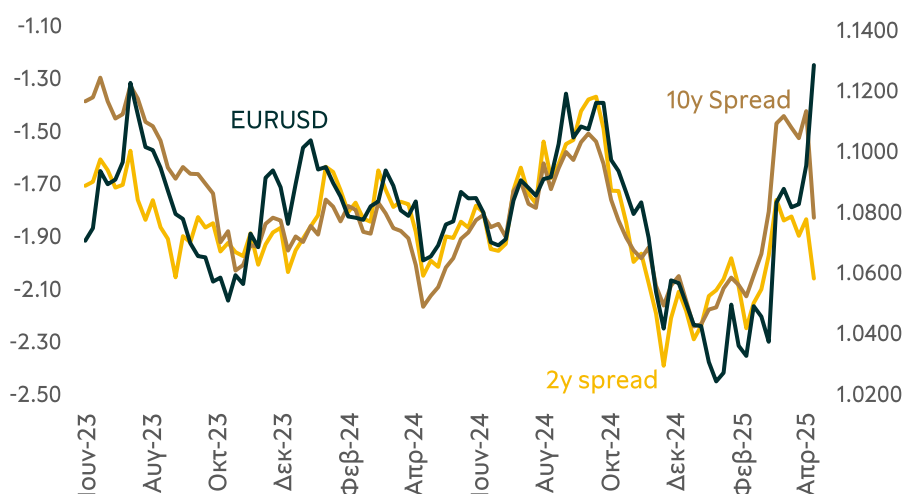
Ήπια αρνητική άποψη

Παράλληλα με τον εμπορικό πόλεμο, η κλιμάκωση των αποφάσεων για αύξηση των δαπανών άμυνας και υποδομών στη Γερμανία αλλά και στην ευρύτερη Ευρωζώνη έχει αλλάξει τις προοπτικές της ισοτιμίας. Αν και η άμεση επίδραση στη γερμανική και ευρωπαϊκή ανάπτυξη αναμένεται πολύ μικρή για το 2025 και ήπια για το 2026, η αγορά ενσωμάτωσε προσδοκίες για μια διαρθρωτική μεταβολή στη γερμανική οικονομία, η οποία αναμένεται να μειώσει τη διαφορά της ανάπτυξης αλλά και των επιτοκίων με τις ΗΠΑ. Πράγματι, μέσα στο Α' τρίμηνο του 2025 το δεκαετές spread ΗΠΑ-Γερμανίας υποχώρησε κατά 64 μ.β. στο 1,59% και το διετές κατά 27 μ.β. στο 1,98%. Η εξέλιξη αυτή αντιμετωπίζει προς το παρόν τον κίνδυνο για την ισοτιμία που προέρχεται από ευρωπαϊκούς διαρθρωτικούς παράγοντες. Ο δεύτερος κίνδυνος που έχουμε εντοπίσει, η αδυναμία περαιτέρω ενοποίησης και η άνοδος των εθνικιστικών κομμάτων, παραμένει σε ισχύ παρά το ότι ήταν «ανενεργός». Ο παράγοντας αυτός θα μπορούσε όμως να αναδυθεί εκ νέου καθώς το

Τελικά το αρνητικό οικονομικό σοκ από τις ΗΠΑ και η κλιμάκωση του εμπορικού πολέμου όπως και οι εγγενείς αδυναμίες της ΕΖ (μη ολοκλήρωση της οικονομικής ενοποίησης) θα αποτελέσουν αντίβαρο στις τάσεις αμφισβήτησης της κυριαρχίας του δολαρίου

δημοσιονομικό πακέτο της Γερμανίας διατηρεί το κόστος δανεισμού και το ευρώ υψηλότερα πλήττοντας οικονομίες με υψηλό χρέος. Ο τρίτος παράγοντας, το κινεζικό σοκ αποπληθωρισμού στο οποίο η ΕΕ είναι ιδιαίτερα ευαίσθητη, παρουσιάζει σημάδια ύφεσης καθώς και τα κινεζικά στοιχεία δείχνουν σημάδια βελτίωσης (οι κινεζικές αποδόσεις σημείωσαν άνοδο 20 μ.β. από την αρχή του έτους). Οι παράγοντες αυτοί, όπως και η άνοδος της πιθανότητας μιας πιο σημαντικής επιβράδυνσης στις ΗΠΑ αλλά και ένα γενικό περιβάλλον αμφισβήτησης του δολαρίου, αλλάζουν τις προοπτικές για την ισοτιμία. Χαρακτηριστικό είναι ότι από ένα σημείο και μετά οι άνοδοι των αμερικανικών αποδόσεων σε σχέση με τις γερμανικές (πτώση στα spreads Γερμανίας-ΗΠΑ) δεν σηματοδοτούν αναπτυξιακή υπεροχή αλλά άνοδο του κινδύνου των αμερικανικών ομολόγων (term premium).

ΗΠΑ & Γερμανία Spreads & EURUSD



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Έτσι συνολικά οι παράγοντες αυτοί συνηγορούν σε μια υψηλότερη ισοτιμία μεσοπρόθεσμα. Αναθεωρούμε ανοδικά το δωδεκάμηνο εύρος στο 1,0750-1,1700 και τον δωδεκάμηνο στόχο μας στο 1,10 από το 1,04. Σε κάθε περίπτωση όμως, στο πλαίσιο του εμπορικού πολέμου, η αβεβαιότητα για την ανάκαμψη στην Κίνα είναι μεγάλη, όπως και η ικανότητα της Ευρωζώνης να προφυλαχτεί από μια παγκόσμια οικονομική επιβράδυνση με ένα ισχυρό ευρώ. Έτσι το αρνητικό σοκ από τις ΗΠΑ και η κλιμάκωση του εμπορικού πολέμου όπως και οι εγγενείς αδυναμίες της ΕΖ (μη ολοκλήρωση της οικονομικής ενοποίησης) θα αποτελέσουν αντίβαρο στις τάσεις αμφισβήτησης της κυριαρχίας του δολαρίου.

5.3 USDJPY | EURGBP:

USDJPY: Αρνητική | EURGBP:

Ουδέτερη

Το γεν αναμένεται να συνεχίσει να ενδυναμώνεται στο περιβάλλον αμφισβήτησης του δολαρίου και ανόδου της μεταβλητότητας

Το παρόν περιβάλλον αύξησης της μεταβλητότητας και συρρίκνωσης των spread ΗΠΑ-Ιαπωνίας είναι ιδιαίτερα ευνοϊκό για το γεν καθώς οδηγεί σε κλείσιμο των carry trades τα οποία εν μέρει είχαν οδηγήσει στην αποδυνάμωσή του. Η ιαπωνική οικονομική πολιτική προσανατολίζεται πλέον προς την κατανάλωση και όχι στις εξαγωγές έτσι πλέον ο εμμένων ιαπωνικός πληθωρισμός είναι «εχθρός» της καταναλωτικής δύναμης ενώ ένα δυνατό γεν την ενισχύει. Παράλληλα παρατηρούμε και μια μείωση της συσχέτισης της ισοτιμίας USDJPY με τον δείκτη TOPIX από το 50% (περίοδος 2005-2020) στο 10% περίπου. Η ισοτιμία USDJPY παραμένει υψηλή τόσο σε σχέση με τα spread ΗΠΑ - Ιαπωνίας, όσο και με τα θετικά διαρθρωτικά δεδομένα της Ιαπωνικής οικονομίας (πλεονασματική εξωτερική θέση, μικρότερο δημοσιονομικό έλλειμα από τις ΗΠΑ) και οι πρόσφατες ανησυχίες για την οικονομία των ΗΠΑ της έχουν δώσει μια αρνητική δυναμική. **Σε ορίζοντα έτους αναμένουμε μια κίνηση προς το 137 (από το 147 προηγούμενως), με ετήσιο εύρος το 133-150.**

Στο πλαίσιο της αμφισβήτησης του δολαρίου το ευρώ αναμένεται να ωφεληθεί περισσότερο από την στερλίνα στο στάδιο αυτό.

Οι δημοσιονομικές εξελίξεις στην ΕΖ επηρεάζουν ανοδικά και το EURGBP. Το Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ) διατηρεί ένα σχεδόν ισοσκελισμένο εμπορικό ισοζύγιο με τις ΗΠΑ, οπότε δεν θα δεχτεί μια έντονη επίθεση δασμών από τις ΗΠΑ. Παρ' όλα αυτά, ο συνδυασμός ιδιαίτερα υψηλού πληθωρισμού (προσδοκίες για 3% το 2025) και ανάγκης μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος κάτω από το 5% του ΑΕΠ, αφαιρούν τη δυνατότητα **αντίδρασης του ΗΒ σε ένα περιβάλλον παγκόσμιας οικονομικής επιβράδυνσης.** **Τελικά, ο συνδυασμός αυτός αναμένεται να είναι αρνητικός για τη στερλίνα, η οποία παραμένει «ακριβή» σε σχέση με το ευρώ (δημοσιονομικά και εμπορικά ελλείμματα).** Επίσης, λόγω των πιο ελκυστικών διαρθρωτικών χαρακτηριστικών που αναφέραμε πιο πάνω, στο πλαίσιο της αμφισβήτησης του δολαρίου το ευρώ αναμένεται να ωφεληθεί περισσότερο από την στερλίνα στο στάδιο αυτό. Όπως αναφέραμε και για το EURUSD, οι εγγενείς αδυναμίες της ΕΖ (μη ολοκλήρωση της οικονομικής ενοποίησης) θα αποτελέσουν τελικά αντίβαρο στις τάσεις αυτές. **Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, μεταβάλλουμε την άποψή μας για την ισοτιμία σε ουδέτερη (από αρνητική). Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται στο 0,8450-0,9000 με στόχο στο 0,8600.**

Εμπορεύματα

06

6.1 Πετρέλαιο:

Διατηρούμε την Ουδέτερη άποψή μας

Διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας για την τιμή του πετρελαίου

Οι τιμές του συμβολαίου WTI πετρελαίου το Α' τρίμηνο του έτους εμφάνισαν οριακή μεταβολή, ωστόσο στις αρχές του Β' τριμήνου η εικόνα άλλαξε.

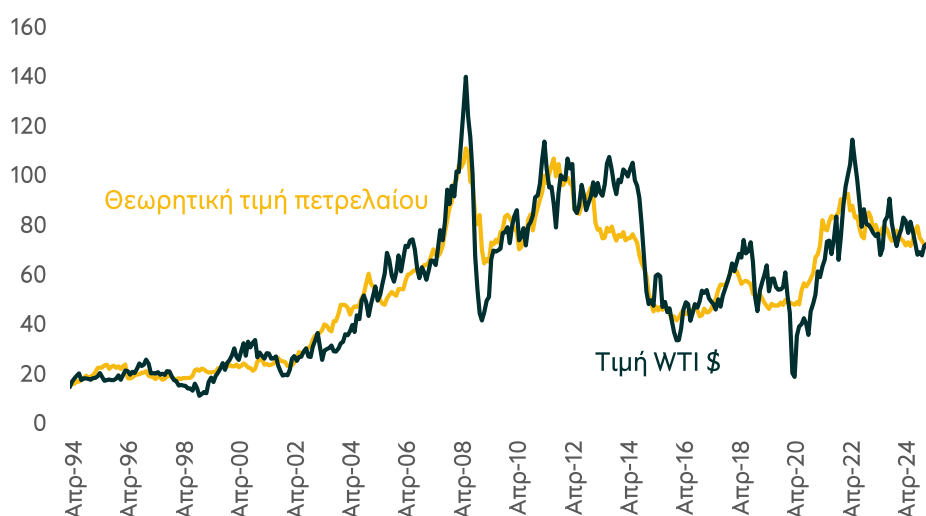
Η προοπτική ότι θα γενικευτεί ένας εμπορικός πόλεμος ο οποίος ενδεχομένως να ωθήσει τις ΗΠΑ και πιθανώς και την παγκόσμια οικονομία σε ύφεση οδήγησε την τιμή του πετρελαίου σε χαμηλό 4 ετών (\$56,70/βαρέλι). Αρχικά, αρκετοί επενδυτές θεώρησαν ότι σε μια διόρθωση της τιμής ο OPEC+ θα είχε παρέμβει να ακυρώσει τις προγραμματισμένες αυξήσεις στην παραγωγή. Ωστόσο, αυτό δεν έγινε, καθώς ενδεχομένως ο οργανισμός να θέλει να αυξήσει το μερίδιό του στην συνολική αγορά και να διατηρήσει και τις ισορροπίες μεταξύ των μελών του. Οι εκτιμήσεις του για έλλειμμα προσφοράς το 2025 έρχονται σε αντίθεση με αυτές της Διεθνούς και Αμερικανικής Επιτροπής Ενέργειας που προβλέπουν πλεόνασμα, γεγονός επιβαρυντικό για την τιμή. Παράλληλα, η μη κλιμάκωση του πολέμου στην Μέση Ανατολή και οι συνομιλίες για τερματισμό του πολέμου στην Ουκρανία αφαίρεσαν από τις τιμές ένα σημαντικό μέρος του γεωπολιτικού premium που είχε ενσωματωθεί στην τιμή το προηγούμενο διάστημα. Επίσης, οι προσδοκίες για αύξηση της ήδη κυμαινόμενης σε ιστορικά υψηλά επίπεδα παραγωγής πετρελαίου στις ΗΠΑ λόγω των κινήτρων της τρέχουσας κυβέρνησης άσκησαν πιέσεις στην τιμή. Ωστόσο, υπάρχουν αμφιβολίες για την έκταση και την θέληση των παραγωγών shale oil στις ΗΠΑ να προσαρμόσουν την παραγωγή πλήττοντας την κερδοφορία τους. **Ο κυριότερος παράγοντας όμως που ώθησε τις τιμές χαμηλότερα ήταν η προοπτική ύφεσης στις ΗΠΑ, γεγονός που θα αποδυναμώσει την ζήτηση γενικότερα.**

Από την άλλη πλευρά, το δημοσιονομικό πακέτο στη Γερμανία, η ισχυρή αγορά εργασίας στις ΗΠΑ και τα καλύτερα των εκτιμώμενων στοιχεία στην Κίνα προσφέρουν αισιοδοξία σχετικά με τη ζήτηση. Οι πρόσφατες κυρώσεις των ΗΠΑ σε κινεζικό διυλιστήριο σε συνδυασμό με τις σχεδιαζόμενες στη Ρωσία σε περίπτωση που δεν υπάρχει ειρήνη στην Ουκρανία ασκούν ανοδικές πιέσεις στην τιμή. Οι μετακινήσεις για την κινεζική πρωτοχρονιά ανήλθαν σε υψηλό από το 2019 και η ζήτηση για αεροπορικά καύσιμα παγκοσμίως παραμένει ισχυρή. Σε περίπτωση περαιτέρω υποχώρησης της τιμής οι ΗΠΑ και άλλες χώρες του G7 ίσως να προβούν σε αναπλήρωση των αποθεμάτων που είχαν απελευθερώσει το 2022 στηρίζοντας την τιμή. Τα αποθέματα βενζίνης τις τελευταίες 5 εβδομάδες στις ΗΠΑ μειώνονται συνεχώς, δείγμα ότι η ζήτηση παραμένει ανθεκτική. Οι καθαρές θέσεις αγοράς στην προθεσμιακή αγορά (net long futures) βρίσκονται σε πολύ χαμηλά επίπεδα αποτυπώνοντας ότι η διάθεση είναι χαμηλή και εύκολα μπορεί να μεταβληθεί προς το ευνοϊκότερο. Με βάση το μοντέλο μας το οποίο συσχετίζει την τιμή πετρελαίου με παράγοντες όπως το δολάριο, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια, την κλίση της καμπύλης των αμερικανικών ομολόγων και τα επίπεδα προσφοράς- ζήτησης η

θεωρητική τιμή του πετρελαίου τοποθετείται στα 75\$/βαρέλι, υψηλότερα της τρέχουσας. Η αγορά πετρελαίου έχει προεξοφλήσει μια πιο αρνητική εικόνα για την ανάπτυξη σε σχέση με άλλες αγορές. Η τεχνική εικόνα όμως της τιμής παραμένει ουδέτερη το τελευταίο διάστημα καθιστώντας μας επιφυλακτικούς.

Συμπερασματικά, διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας για την τιμή του πετρελαίου θεωρώντας ότι θα διαπραγματεύεται σε εύρος διακύμανσης μεταξύ \$50-\$67/βαρέλι. Για να διασπαστεί το εύρος αυτό θα πρέπει να μεταβληθούν σημαντικά κάποιοι από τους παράγοντες που αναφέραμε ανωτέρω.

Θεωρητική & πραγματική τιμή πετρελαίου (WTI)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

6.2 Χρυσός:

Διατηρούμε την Ήπια Αρνητική άποψή μας

Το πλήγμα στην αξιοπιστία των ΗΠΑ λόγω του εμπορικού πολέμου έστρεψε αρκετούς επενδυτές στην ασφάλεια του χρυσού

Η τιμή του χρυσού κατέγραψε νέο ιστορικό υψηλό (11/4: \$3.230,5/ουγγιά) το 2025. Οι αγορές από Κεντρικές Τράπεζες εν μέσω σύνθετου γεωπολιτικού περιβάλλοντος συνεχίζονται, είναι έντονη η αβεβαιότητα για το μέγεθος του εμπορικού πολέμου και το ενδεχόμενο δημοσιονομικού εκτροχιασμού των ΗΠΑ και το τελευταίο διάστημα αυξήθηκε η πιθανότητα για ύφεση στην αμερικανική οικονομία. Παράλληλα, το πλήγμα στην αξιοπιστία των ΗΠΑ λόγω του εμπορικού πολέμου έστρεψε αρκετούς επενδυτές στην ασφάλεια του χρυσού.

Το τελευταίο διάστημα η τιμή δεν ακολουθεί κάποιο θεμελιώδες υπόδειγμα, καθώς κινείται βάση της ειδησεογραφίας σχετικά με τον εμπορικό πόλεμο.

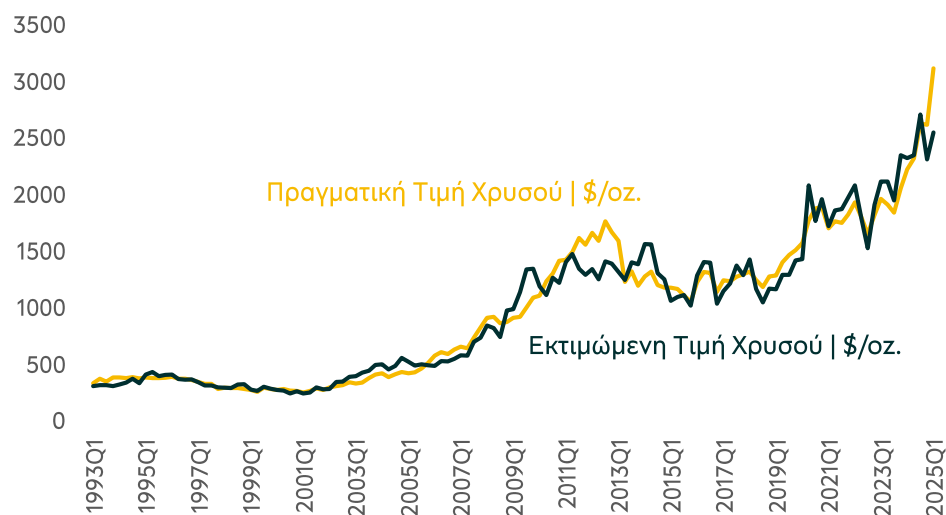
Οι αγοραστές θέλουν να προστατευτούν από ενδεχόμενη κλιμάκωση (χώρες πχ. με εμπορικά πλεονάσματα προτιμούν να αγοράσουν χρυσό

παρά δολάριο ή αμερικανικά ομόλογα) οδηγώντας την τιμή του χρυσού σε νέα υψηλά. Ταυτόχρονα η προοπτική της ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας έστρεψε τους επενδυτές στο «ασφαλές καταφύγιο» του χρυσού. Οι αγορές μέσω ETF συνεχίζονται αλλά με μειωμένο ρυθμό και οι καθαρές θέσεις αγοράς στην προθεσμιακή αγορά έχουν μειωθεί από τα επίπεδα ρεκόρ του 2024, ωστόσο παραμένουν υψηλές με τον κίνδυνο crowded trade έπειτα από την υπεραπόδοση των τελευταίων μηνών να είναι εμφανής.

Ωστόσο, η τιμή έχει ενσωματώσει σε μεγάλο βαθμό ένα **γεωπολιτικό premium**, το οποίο σε περίπτωση που ο πιθανός τερματισμός του πολέμου στην Ουκρανία επιφέρει άρση των κυρώσεων των ρωσικών περιουσιακών στοιχείων αυτό θα μειωθεί σημαντικά. Παράλληλα, λόγω της αυξημένης τιμής η ζήτηση ειδικά σε Ινδία και Κίνα από τους ιδιώτες επενδυτές ενδεχομένως να υποχωρήσει (price sensitive). Τέλος, το ενδεχόμενο να μην υπάρξει εξαιρετική κλιμάκωση στον εμπορικό πόλεμο με συνεχή αντίποινα, αναμένεται να προκαλέσει κατοχύρωση κερδών. Αν όντως επίσης υπάρξει εκτεταμένης κλίμακας εμπορικός πόλεμος, τότε η τιμή είναι ευάλωτη σε υποχώρηση, καθώς πολλοί επενδυτές θα σπεύσουν να πουλήσουν και χρυσό για να καλύψουν άλλες θέσεις τους (margin calls).

Σύμφωνα με το μοντέλο μας, το οποίο λαμβάνει υπόψιν τον πληθωρισμό στις ΗΠΑ, την προσφορά χρήματος, το ΑΕΠ, το δολάριο και τις καθαρές θέσεις στην προθεσμιακή αγορά (futures), **η θεωρητική τιμή του χρυσού διαμορφώνεται στα \$2.549/ουγγιά, χαμηλότερα της τρέχουσας. Η τεχνική εικόνα του χρυσού παραμένει ουδέτερη** μεσοπρόθεσμα, καθιστώντας μας επιφυλακτικούς. **Συμπερασματικά διατηρούμε την ήπια αρνητική μας στάση για την τιμή του χρυσού.**

Θεωρητική & πραγματική τιμή Χρυσού



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Μετοχές

ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη. Οι απαιτητικές αποτιμήσεις και η αβεβαιότητα για την κερδοφορία, λόγω των δασμών μας καθιστούν επιφυλακτικούς προτιμώντας αμυντικές επιλογές. Ωστόσο, κυκλικοί κλάδοι με ισχυρά θεμελιώδη και ελκυστικές αποτιμήσεις προτιμώνται.
Ευρωζώνης	Αρνητική	Διατηρούμε την αρνητική μας άποψη, καθώς η μετοχική αγορά προεξόφλησε γρήγορα και έντονα τις θετικές επιπτώσεις από την δημοσιονομική χαλάρωση και οι καθοδικοί κίνδυνοι για την εταιρική κερδοφορία λόγω του εμπορικού πολέμου εμφανίζονται αυξημένοι.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Παραμένουμε ήπια αρνητικοί. Παρόλο που σε όρους P/E εμφανίζεται φθηνότερη από ΗΠΑ και Ευρώπη, η αδύναμη ανάπτυξη, οι πολιτικές προστατευτισμού των ΗΠΑ και η συναλλαγματική ισοτιμία με το δολάριο αυξάνουν την μεταβλητότητα και επηρεάζουν τελικά αρνητικά την μετοχική κατηγορία.
Αναδυόμενες Αγορές	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τις Αναδυόμενες Αγορές και την Κίνα, καθώς οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας (π.χ. αγορά ακινήτων) και ο εμπορικός πόλεμος με τις ΗΠΑ έχουν αρνητικό αντίκτυπο στις μετοχές.
Ομόλογα		
Κρατικά ΗΠΑ	Ήπια Θετική	Διατηρούμε την ήπια θετική μας στάση, καθώς οι ανησυχίες την αγοράς για τον αντίκτυπο του εμπορικού πολέμου (ήπιου ή εκτεταμένου) στην ανάπτυξη θα ωθήσουν τις αποδόσεις χαμηλότερα.
Κρατικά Ευρωζώνης	Θετική	Διατηρούμε θετική την άποψή μας, καθώς θεωρούμε ότι παρά την δημοσιονομική χαλάρωση, τα ρίσκα για την ευρωπαϊκή οικονομία εξαιτίας της αβεβαιότητας του εμπορικού πολέμου και της κινεζικής ανάκαμψης παραμένουν καθοδικά.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς παρά το γεγονός ότι η κερδοφορία των εκδοτών εμφανίζεται αρκετά ισχυρή, η αβεβαιότητα για τις επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου επηρεάζει αρνητικά.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική στάση, καθώς η επιδεινωμένη εικόνα πρόδρομων οικονομικών δεικτών και ο κίνδυνος ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας αναμένεται να ωθήσουν τα spread υψηλότερα.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς εκτιμούμε ότι η θεωρητική τιμή των spreads δεν απέχει πολύ από την πραγματική.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Παραμένουμε ήπια αρνητικοί, καθώς θεωρούμε ότι στην παρούσα φάση τα spread δεν αντικατοπτρίζουν τα καθοδικά ρίσκα από τους δασμούς και έχουν υπερτιμήσει γρήγορα και έντονα τον θετικό αντίκτυπο της δημοσιονομικής χαλάρωσης.

Συνάλλαγμα

EURUSD	Ήπια αρνητική	Μεταβάλλουμε την άποψή μας από ουδέτερη σε ήπια αρνητική, καθώς οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας της ΕΖ αποτελούν αντίβαρο στις τάσεις αμφισβήτησης της κυριαρχίας του δολαρίου και στη δημοσιονομική χαλάρωση της Γερμανίας. Αναθεωρούμε ωστόσο ανοδικά το δωδεκάμηνο εύρος στο 1,0750-1,1700 και τον δωδεκάμηνο στόχο μας στο 1,10 από 1,04.
USDJPY	Αρνητική	Παραμένουμε αρνητικοί. Η ισοτιμία USDJPY παραμένει υψηλή τόσο σε σχέση με τα spread ΗΠΑ - Ιαπωνίας όσο και με τα θετικά διαρθρωτικά δεδομένα της ιαπωνικής οικονομίας. Σε ορίζοντα έτους αναμένουμε μια κίνηση προς το 137 (από το 147 προηγούμενως) με ετήσιο εύρος το 133-150.
EURGBP	Ουδέτερη	Μεταβάλλουμε σε ουδέτερη (από αρνητική) την άποψή μας. Ο συνδυασμός υψηλού πληθωρισμού και ανάγκης μείωσης του δημοσιονομικού ελλείμματος καθιστούν ευάλωτη την στερλίνα, ωστόσο οι εγγενείς αδυναμίες της Ευρωζώνης μετριάζουν τον αντίκτυπο. Το εύρος διακύμανσης τοποθετείται μεταξύ 0,8450-0,9000 με στόχο το 0,8600.

Εμπορεύματα

Χρυσός	Ήπια αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη, καθώς σύμφωνα με το μοντέλο μας, η θεωρητική τιμή του χρυσού είναι χαμηλότερη της τρέχουσας και η τιμή είναι ευάλωτη σε διόρθωση, έχοντας προεξοφλήσει αρκετά θετικά σενάρια.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας, καθώς παρά τον κίνδυνο ύφεσης της αμερικανικής οικονομίας και την πολιτική του OPEC, στην τιμή έχουν ενσωματωθεί αρκετά αρνητικά σενάρια.

Παραρτήματα

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης

		Πραγματικό ΑΕΠ		Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ)		Πρόδρομοι Δείκτες		
Χρονική περίοδος		SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Συνολικός	Δομικός	Σύνθετος PMI	Οικονομικού Κλίματος	Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης
2021		6,3	6,3	2,6	1,5	54,9	111,5	-7,5
2022		3,5	3,5	8,4	3,9	51,4	102,3	-22,0
2023		0,4	0,4	5,5	5,0	49,8	96,2	-17,4
2024		0,9	0,9	2,4	2,9	50,1	95,7	-14,0
2023	Q1	0,0	1,4	8,0	5,5	52,0	98,9	-19,5
	Q2	0,1	0,6	6,2	5,5	52,3	96,9	-16,9
	Q3	0,0	0,0	4,9	5,1	47,5	94,2	-16,3
	Q4	0,1	0,2	2,7	3,7	47,2	94,7	-16,6
	2024	Q1	0,3	0,5	2,6	3,1	49,1	95,7
	Q2	0,2	0,5	2,5	2,8	51,6	95,8	-14,2
	Q3	0,4	1,0	2,2	2,8	50,3	96,1	-13,0
	Q4	0,2	1,2	2,2	2,7	49,3	95,2	-13,4
	2025	Q1	:	:	2,3	2,6	50,4	95,6
	Q2	:	:	:	:	:	:	:
	Q3	:	:	:	:	:	:	:
	Q4	:	:	:	:	:	:	:
	Οκτ-24			2,0	2,7	50,0	96,2	-12,3
Νοεμ-24			2,2	2,7	48,3	95,9	-13,6	
Δεκ-24			2,4	2,7	49,6	93,6	-14,3	
Ιαν-25			2,5	2,7	50,2	95,3	-14,1	
Φεβρ-25			2,3	2,6	50,2	96,3	-13,6	
Μάρτ-25			2,2	2,4	50,9	95,2	-14,5	

*Οι τιμές στις διάφορες περιόδους προκύπτουν ως μηνιαία αθροίσματα
Δεν αποτελούν, δηλαδή, μέσους όρους αυτών των περιόδων.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης (συνέχεια)

Ανεργία			Εμπορικό Ισοζύγιο		Βιομηχανική Παραγωγή		Λιανικές Πωλήσεις		Προσφορά Χρήματος Μ3
Χρονική περίοδος		%	SA-δισ. €*	NSA-δισ. €*	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή
2021		7,8	99,6	106,3	8,9	8,9	5,4	5,4	9,0
2022		6,8	-346,6	-335,7	1,8	1,8	1,1	1,1	5,8
2023		6,6	51,2	57,4	-1,7	-1,7	-1,9	-1,9	0,5
2024		;	169,5	173,8	-3,0	-3,0	1,2	1,2	2,2
2023	Q1	6,6	-10,4	-11,7	0,4	1,1	-0,5	-2,7	2,6
	Q2	6,5	1,0	4,8	-1,0	-0,4	0,0	-2,0	0,9
	Q3	6,6	22,9	20,2	-2,7	-3,6	-0,6	-2,1	-0,9
	Q4	6,5	37,6	44,2	-0,4	-3,8	0,4	-0,6	-0,6
2024	Q1	6,5	57,5	55,2	-0,7	-4,6	0,3	0,0	0,5
	Q2	6,4	44,4	47,7	-0,3	-4,0	0,3	0,3	1,7
	Q3	6,4	35,3	33,1	-0,3	-1,8	1,0	2,0	2,8
	Q4	:	32,3	37,8	-0,4	-1,5	0,4	2,1	3,6
2025	Q1	:	:	:	:	:	:	:	:
	Q2	:	:	:	:	:	:	:	:
	Q3	:	:	:	:	:	:	:	:
	Q4	:	:	:	:	:	:	:	:
Οκτ-24		6,2	6,3	7,9	0,2	-1,1	-0,3	2,3	3,4
Νοεμ-24		6,2	11,8	14,6	0,1	-2,0	0,0	1,8	3,8
Δεκ-24		6,2	14,2	15,4	-0,4	-1,5	0,0	2,2	3,6
Ιαν-25		6,2	14,0	1,0	0,8	0,0	-0,3	1,5	3,8
Φεβρ-25		6,1	:	:	:	:	:	:	4,0
Μάρτ-25		:	:	:	:	:	:	:	;

*Οι τιμές στις διάφορες περιόδους προκύπτουν ως μηνιαία αθροίσματα
Δεν αποτελούν, δηλαδή, μέσους όρους αυτών των περιόδων.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ

Πραγματικό ΑΕΠ

Αγορά Εργασίας

Πληθωρισμός (βάσει του:)

Χρονική περίοδος		SA-Τριμηνιαία ετησιοποιημένη % μεταβολή	Ετήσια % μεταβολή	% Ανεργίας	Νέες θέσεις εργασίας*	Δείκτη Τιμών Καταναλωτή	Price index PCE (SA)	Core PCE (SA)**
2021		6,1	6,1	5,4	603	4,7	4,1	3,6
2022		2,5	2,5	3,6	380	8,0	6,6	5,4
2023		2,9	2,9	3,6	216	4,1	3,8	4,2
2024		2,8	2,8	4,0	168	2,9	2,5	2,8
2023	Q1	2,8	2,3	3,5	278	5,8	5,1	4,9
	Q2	2,4	2,8	3,5	233	4,0	3,9	4,6
	Q3	4,4	3,2	3,7	154	3,5	3,4	3,9
	Q4	3,2	3,2	3,8	199	3,2	2,8	3,2
2024	Q1	1,6	2,9	3,8	196	3,3	2,7	3,0
	Q2	3	3	4,0	133	3,2	2,6	2,7
	Q3	3,1	2,7	4,2	133	2,6	2,3	2,7
	Q4	2,4	2,5	4,1	209	2,7	2,5	2,8
2025	Q1	;	;	;	;	;	;	;
	Q2	;	;	;	;	;	;	;
	Q3	;	;	;	;	;	;	;
	Q4	;	;	;	;	;	;	;
Οκτ-24				4,1	44	2,6	2,3	2,8
Νοεμ-24				4,2	261	2,7	2,5	2,8
Δεκ-24				4,1	323	2,9	2,6	2,9
Ιαν-25				4,0	125	3,0	2,5	2,7
Φεβρ-25				4,1	151	2,8	2,5	2,8
Μάρτ-25				;	;	;	;	;

*Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

**PCE-food & energy.

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ (συνέχεια)							
		ISM		Καταναλωτική Εμπιστοσύνη	Εμπορικό Ισοζύγιο	Βιομηχανική Παραγωγή	Λιανικές Πωλήσεις
Χρονική περίοδος		Μεταποίησης	Υπηρεσιών	Παν/μίου Μίσιγκαν	(\$Α-δισ. €)	Ετήσια % μεταβο- λή	Ετήσια % μεταβολή
2021		60.6	62.4	77.6	-70.7	4.4	18.4
2022		53.5	56.1	59.0	-78.7	3.4	8.9
2023		47.1	52.7	65.4	-65.4	0.2	3.4
2024		48.2	52.4	72.5	-76.5	-0.3	3.1
2023	Q1	47.0	53.4	64.6	-66.9	0.7	5.2
	Q2	46.5	52.5	62.4	-67.9	0.1	1.7
	Q3	47.8	53.4	69.7	-62.2	0.0	3.2
	Q4	47.0	51.7	64.9	-64.7	-0.2	3.7
2024	Q1	48.8	52.2	78.4	-68.2	-0.6	3.2
	Q2	48.5	50.8	71.5	-75.6	0.2	2.3
	Q3	47.3	52.5	68.1	-78.8	-0.3	2.2
	Q4	48.2	54.1	72.1	-83.3	-0.3	4.4
2025	Q1	50.1	52.4	64.5	;	;	;
	Q2	;	;	;	;	;	;
	Q3	;	;	;	;	;	;
	Q4	;	;	;	;	;	;
Οκτ-24		46.9	55.8	70.5	-73.7	-0.4	4.7
Νοεμ-24		48.4	52.5	71.8	-78.2	-0.9	4.0
Δεκ-24		49.2	54.0	74.0	-98.1	0.5	4.6
Ιαν-25		50.9	52.8	71.7	-130.7	2.3	4.4
Φεβρ-25		50.3	53.5	64.7	-122.7	1.6	-0.9
Μάρτ-25		49.0	50.8	57.0	;	;	;

Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Λεγκός Ηλίας
Chief Economist

Lekkosi@piraeusbank.gr
Τηλ. 2103288120

Πατίκης Βασίλειος
Director

Patikisv@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 373 9178

Παπιώτη Λιάνα
Adm. Assistant

PapiotiE@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 328 8187

Οικονομική Ανάλυση

Παπακώστας Χρυσοβαλάντης

Papakostasc@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4491

Ρότσικα Δημητρία

RotsikaD@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4494

Στεφάνου Αικατερίνη

StefanouA@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4522

Επενδυτική Στρατηγική

Γαβαλάς Στέφανος

Gavalass@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4503

Γαρέφος Λουκάς

GarefosL@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 3739 182

Διακουμάκου Ευαγγελία

DiakoumakouE@piraeusbank.gr
Τηλ. 216 300 4528

Σακαρέλης Νίκος

SakarelisN@piraeusbank.gr
Τηλ. 210 3739 173

Η «Επενδυτική Στρατηγική - 2ο Τρίμηνο 2025» είναι διαθέσιμη και στην ηλεκτρονική διεύθυνση <http://www.piraeusbankgroup.com/el/oikonomiki-analisi-ependitiki-stratigiki/ependytiki-stratigiki>

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

***///* Piraeus**