



Περιεχόμενα

1. Εισαγωγή	3
2. Οικονομία.....	11
2.1 ΗΠΑ.....	12
2.2 Ευρωζώνη	15
2.3 Ιαπωνία.....	18
2.4 Κίνα.....	19
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες εκτός Κίνας.....	21
3. Μετοχές.....	23
3.1 ΗΠΑ.....	24
3.2 Ευρωζώνη	27
3.3 Ιαπωνία Αναδυόμενες Κίνα	30
4. Ομόλογα	32
4.1 ΗΠΑ Κρατικά.....	33
4.2 ΗΠΑ Εταιρικά	35
4.3 Ευρωζώνη Κρατικά	37
4.4 Ευρωζώνη Εταιρικά.....	39
5. Συνάλλαγμα	41
5.1 USD.....	42
5.2 EURUSD	43
5.3 USDJPY EURGBP	44
6. Εμπορεύματα.....	47
6.1 Πετρέλαιο.....	48
6.2 Χρυσός	49
7. Πίνακας Επενδυτικών Θέσεων	52
8. Παράρτημα.....	55

Εισαγωγή

01

Πρόσκαιρη σταθερότητα της οικονομικής δραστηριότητας

Καθώς βαδίζουμε προς το τέλος του έτους, **το βασικό χαρακτηριστικό της οικονομίας των ΗΠΑ, της ΕΕ αλλά και της Κίνας είναι αυτό μιας φαινομενικής και πιθανότατα πρόσκαιρης σταθεροποίησης**, η οποία φαντάζει αναντίστοιχη με τη σωρεία των γεωπολιτικών αναταράξεων και του γεωστρατηγικού ανταγωνισμού που καταγράφονται σε καθημερινή πλέον συχνότητα.

Ενδεικτική είναι η περίπτωση των ΗΠΑ όπου παρόλη την ευμετάβλητη και ιδιοσυγκρατική δασμολογική πολιτική και τις προσπάθειες παρέμβασης της κυβέρνησης Τραμπ στις αποφάσεις της Ομοσπονδιακής Τράπεζας, η οικονομία καταγράφει μια οριακή και μόνο επιβράδυνση των ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης. Κατά την άποψή μας όμως, **πίσω από αυτή την εικόνα σταθερότητας αποκρύπτεται μια οικονομία δυο ταχυτήτων όπου φορολογικές απαλλαγές στις επιχειρήσεις, υψηλές δημοσιονομικές δαπάνες και επενδύσεις σχετιζόμενες με την τεχνητή νοημοσύνη** συνυπάρχουν με μια επιβραδυνόμενη αγορά εργασίας και αυξανόμενη πίεση των οικονομικά ασθενέστερων. Παράλληλα, φαινομενική σταθερότητα καταγράφεται και στην οικονομία της Ευρωζώνης όπου ο ρυθμός μεταβολής του ΑΕΠ διαμορφώνεται στα επίπεδα του 1,5% το α' εξάμηνο του 2025 - αισθητά υψηλότερα από τις εκτιμήσεις μας για ανάπτυξη 0,8%-0,9%. Ωστόσο θα πρέπει να έχουμε πλήρη επίγνωση ότι οι ρυθμοί ανάπτυξης στην Ευρωζώνη έχουν επηρεαστεί σημαντικά από την υπερβολικά υψηλή ανάπτυξη της Ιρλανδίας. Καθώς πολλοί τεχνολογικοί και φαρμακευτικοί κολοσσοί έχουν επιλέξει ως (φορολογική) έδρα τους την Ιρλανδία, η συμπερίληψη της δραστηριότητας τους στην Ακαθάριστη Προστιθέμενη Αξία της χώρας στρεβλώνει σε υπερθετικό βαθμό τους ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης, με τελικό αποτέλεσμα το ΑΕΠ της Ιρλανδίας να μεγεθύνεται με ρυθμό 18% το 1ο μισό του έτους. **Εξαιρουμένης της Ιρλανδίας, το ΑΕΠ της ΕΕ έχει μεταβληθεί κατά 0,9% δηλαδή πολύ κοντά στις αρχικές μας προσδοκίες.** Όλες λοιπόν οι ελπίδες για ανάπτυξη στην ΕΕ στηρίζονται στην επεκτατική δημοσιονομική πολιτική της Γερμανίας. Στο μέτρο και στο βαθμό που αυτή θα υλοποιηθεί έγκαιρα είναι βέβαιο ότι θα βοηθήσει σημαντικά τη Γερμανική οικονομία να αντιμετωπίσει τα παγιωμένα δομικά προβλήματα με τα οποία βρίσκεται αντιμέτωπη. Ωστόσο πιστεύουμε ότι η αισιοδοξία για διάχυση της ανάπτυξης αυτής σε ολόκληρη την Ευρωπαϊκή οικονομία είναι υπερβολική και στο άμεσο μέλλον θα χρειαστεί να αναθεωρηθεί πτωτικά.

Τέλος και η Κίνα εξακολουθεί να καταβάλει κάθε προσπάθεια προκειμένου να διατηρήσει ρυθμούς ανάπτυξης κοντά στο 5%. Και εδώ οι ελπίδες βελτίωσης της οικονομικής πραγματικότητας βασίζονται στην

ανάληψη κρατικών πρωτοβουλιών για τον περιορισμό του τεράστιου και αυτοκαταστροφικού ανταγωνισμού μεταξύ των ίδιων των κινεζικών επιχειρήσεων. Η ελπίδα είναι ότι ο περιορισμός του εσωτερικού ανταγωνισμού θα βελτιώσει τα επίπεδα κερδοφορίας των κινεζικών επιχειρήσεων, γεγονός που σε συνδυασμό με την (κρατική και πάλι) τόνωση της ιδιωτικής κατανάλωσης θα στηρίξουν την οικονομία και θα περιορίσουν την εξάρτηση της Κίνας από τις εξαγωγές.

Νομισματική Πολιτική:

Η Fed σε κατάσταση «διαχείρισης κινδύνων», η ΕΚΤ σε ένα (όχι και τόσο) «καλό μέρος»

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο τεχνητής σταθερότητας, οι κεντρικές τράπεζες καλούνται να αποφασίσουν εάν θα δώσουν προτεραιότητα στην πλευρά της ανάπτυξης ή στην πλευρά του πληθωρισμού.

Η Fed, από τα τέλη Αυγούστου όπου άρχισε να καταγράφεται μια εξασθένιση στην αγορά εργασίας, έχει μεταβάλει τις προτεραιότητες της δίνοντας έμφαση στη στήριξη της οικονομίας παρά τη διατήρηση του πληθωρισμού σε επίπεδα (2,9%) υψηλότερα του στόχου της (2%) και παρά την αβεβαιότητα της περαιτέρω επίδρασης των δασμών στις τιμές. Σε πρόσφατες δηλώσεις του ο διοικητής της Fed μίλησε για μειώσεις επιτοκίων στα πλαίσια μιας πολιτικής «διαχείρισης κινδύνων» δηλαδή μιας πολιτικής λελογισμένης μείωσης επιτοκίων από το 4,5% (πλέον 4,25%) προς τα επίπεδα του 3,75%-3,5%. Ωστόσο **οι επενδυτές προεξοφλούν την ενεργοποίηση – για άλλη μια φορά- της λεγόμενης «ασφάλειας» της Fed (Fed put), αναμένουν δηλαδή έναν πολύ πιο επιθετικό κύκλο μείωσης επιτοκίων προς το 3%, προσφέροντας έτσι στήριξη στην οικονομία και στις αγορές.**

Στον αντίποδα η ΕΚΤ δεν είναι διατεθειμένη να αναλάβει κανένα ρίσκο. Παρά το γεγονός ότι η ανάπτυξη (εξαιρουμένης της Ιρλανδίας) κινείται για άλλη μια χρονιά σε επίπεδα κάτω του 1%, παρά το γεγονός ότι έχει επιτευχθεί ο στόχος για επαναφορά του πληθωρισμού στο 2% και παρά τις προβλέψεις της ίδιας της ΕΚΤ για περαιτέρω πτώση στα επίπεδα του 1,7% το 2026, **η πρόεδρος και το διοικητικό συμβούλιο της ΕΚΤ θεωρούν ότι τα επιτόκια στο 2% βρίσκονται στο σωστό επίπεδο (“... in a good place”).**

Η υπερσυντηρητική αυτή στάση της ΕΚΤ στην πραγματικότητα αποκαλύπτει το γεγονός ότι η στάση της αναφορικά με τις αποκλίσεις του πληθωρισμού γύρω από το στόχο του 2% δεν είναι «συμμετρική» όπως η ίδια υποστηρίζει. Ενώ μια πρόβλεψη για άνοδο του πληθωρισμού π.χ. στο 2,3% θα έβαζε την ΕΚΤ σε επιφυλακή για άνοδο των επιτοκίων, η τωρινή πρόβλεψη της για 1,7% δεν την κινητοποιεί εξίσου για περαιτέρω χαλάρωση της πολιτικής της. Ο κίνδυνος για την ΕΚΤ είναι ότι εάν η επιτάχυνση της Γερμανικής οικονομίας δεν αποδειχθεί επαρκής για να τονώσει

την οικονομία ολόκληρης της Ευρωζώνης, η ΕΕ θα βρεθεί για άλλη μια φορά εγκλωβισμένη σε ανεπαρκείς ρυθμούς οικονομικής ανάπτυξης και στασιμότητα τιμών, χωρίς πλέον σημαντικά περιθώρια αντίδρασης.

Από τη (Μακρο) Οικονομία στις Αγορές

«Η οικονομία δεν είναι οι αγορές και οι αγορές δεν είναι η οικονομία»

Η έκφραση αυτή χρησιμοποιείται από επενδυτές και αναλυτές για να περιγράψει περιόδους όπως η τρέχουσα όπου η πορεία των αγορών κινείται σε αντίθετη κατεύθυνση από αυτή των μακροοικονομικών μεγεθών. **Αντίθετα λοιπόν με την κοινή λογική** και εν μέσω προκλήσεων, αβεβαιοτήτων, δασμών και εμπορικών ανταγωνισμών, **οι αγορές εκπλήσσουν καταγράφοντας θετικές επιδόσεις (και αποδόσεις)**. Αυτό μπορεί να αιτιολογηθεί βάση του γεγονότος ότι οι αγορές στην τρέχουσα συγκυρία έχουν υιοθετήσει την άποψη ότι μια σειρά αρνητικών μακροοικονομικών εξελίξεων θα έχουν θετικό αντίκτυπο στις μετοχικές αγορές. Πιο συγκεκριμένα η επιτάχυνση του πληθωρισμού θεωρείται θετική καθώς ενισχύει την τιμολογιακή δύναμη των επιχειρήσεων, τα δημοσιονομικά ελλείμματα τονώνουν την οικονομία και οι φοροαπαλλαγές τα κέρδη των επιχειρήσεων, η υποχώρηση της αγοράς εργασίας μειώνει την πίεση για αύξηση του μισθολογικού κόστους ενώ η εξασθένιση του δολαρίου τονώνει τα κέρδη από διεθνείς δραστηριότητες. Τέλος υπάρχει και το τεράστιο κεφάλαιο της «Τεχνητής Νοημοσύνης» που δημιουργεί προσδοκίες και στηρίζει τις μετοχικές αποτιμήσεις. **Σε αυτό το πλαίσιο αναβαθμίζουμε και εμείς τη θέση μας στις αμερικάνικες μετοχές από ήπια αρνητική σε ουδέτερη**. Στην ίδια κίνηση εξαιτίας του αδύναμου δολαρίου και των θετικών θεμελιωδών τους στοιχείων, προχωρούμε και στις αναδυόμενες αγορές.

Στον αντίποδα, αναγνωρίζουμε πλέον ότι όλα αυτά τα ρίσκα αυξάνουν τις αβεβαιότητες στις αγορές ομολόγων. **Παρά το γεγονός ότι αναμένουμε τα βραχυχρόνια επιτόκια να συνεχίσουν να αποκλιμακώνονται, θεωρούμε ότι τα ρίσκα για τα ομόλογα μεγάλης διάρκειας συνεχίζουν να αυξάνονται. Για το λόγο αυτό αναθεωρούμε την άποψή μας για τα αμερικανικά κρατικά ομόλογα σε ουδέτερη (από ήπια θετική) και για τα ευρωπαϊκά κρατικά ομόλογα σε ήπια θετική (από πολύ θετική).**

Τέλος θεωρούμε ότι **ο χρυσός θα διατηρήσει το θετικό του momentum**, υποστηριζόμενος από τη μείωση των αμερικανικών επιτοκίων και τις συνεχιζόμενες αγορές χρυσού από τις ανά τον κόσμο κεντρικές τράπεζες.

Ρίσκα γύρω από τις απόψεις μας

Μέσα σε αυτό το πλαίσιο αποσύνδεσης αγορών και οικονομιών είναι πολύ δύσκολο για κάποιον και να εντοπίσει ενδεχόμενα ρίσκα αλλά και να

αξιολογήσει την επίδραση – θετική ή αρνητική – που τα ρίσκα αυτά θα έχουν στις αποτιμήσεις των αγορών. Κατά την άποψη μας **δύο είναι οι κίνδυνοι για τις αγορές:**

Ο πρώτος σχετίζεται με τη δυνατότητα τις Fed να μη προχωρήσει στη μείωση των επιτοκίων και γενικότερα να κλονίσει την πίστη των αγορών στο λεγόμενο Fed put. Το μόνο σενάριο που θα θεωρηθεί ως εμπόδιο για μειώσεις επιτοκίων είναι αυτό της επιτάχυνσης του πληθωρισμού σημαντικά πάνω από τις τωρινές προβλέψεις.

Ο δεύτερος κίνδυνος σχετίζεται με αρνητικές εξελίξεις στο αφήγημα της «τεχνητής νοημοσύνης». Οποιαδήποτε νέα ανησυχία τύπου DeepSeek αναφορικά – όχι τόσο με την ικανότητα της τεχνητής νοημοσύνης να επιφέρει αλλαγές στην παραγωγή και την οικονομία αλλά με τη δυνατότητα των τεχνολογικών κολοσσών να διατηρήσουν την δεσπόζουσα θέση τους στην νέα αυτή αγορά και την προνομιακή κερδοφορία τους, θα μπορούσε να επιφέρει σημαντική διόρθωση στις αποτιμήσεις αυτών των εταιριών και κατ' επέκταση στην γενικότερη πορεία των μετοχικών αγορών.

Ηλίας Λεγκός
Επικεφαλής Οικονομικής Ανάλυσης &
Επενδυτικής Στρατηγικής

Επενδυτικές Απόψεις

Δ' τρίμηνο 2025

Global Asset Allocation	-	Neutral	+
Μετοχές		→	
Κρατικά Ομόλογα		←	
Εταιρικά Ομόλογα			
Εμπορεύματα		→	
Μετρητά		←	

Επιμέρους Επιλογές

ΜΕΤΟΧΕΣ	-	Neutral	+
ΗΠΑ		→	
Ευρωζώνης			
Ιαπωνίας			
Αναδ. Αγορών		→	

Κρατικά Ομόλογα	-	Neutral	+
ΗΠΑ		←	
Ευρωζώνης			←

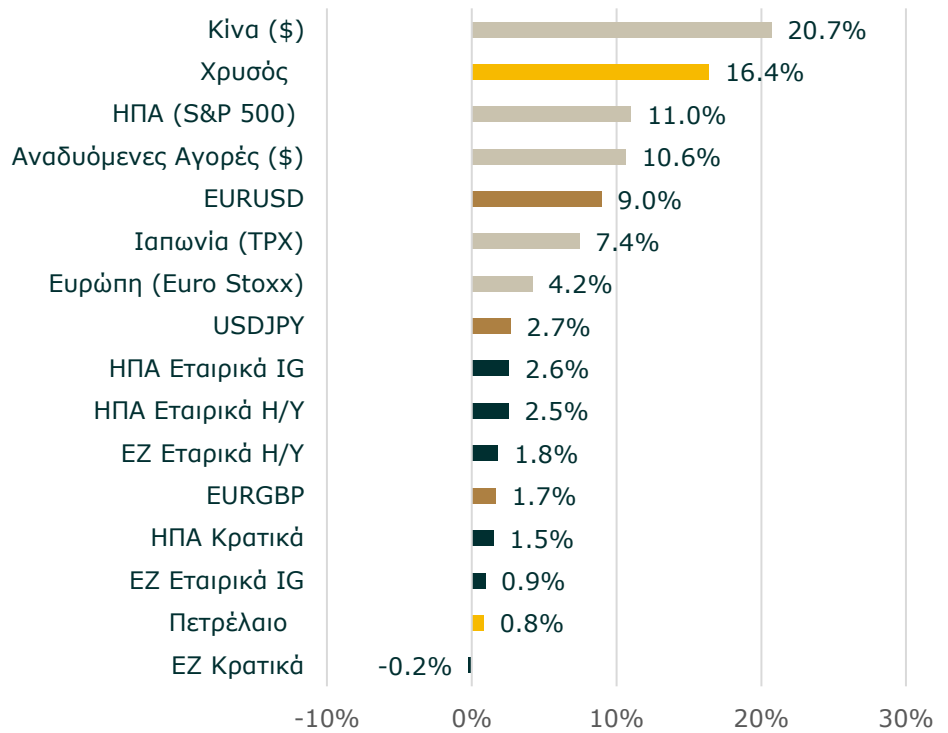
Εταιρικά Ομόλογα	-	Neutral	+
IG ΗΠΑ			
IG Ευρωζώνης			
HY ΗΠΑ			
HY Ευρωζώνης			

Εμπορεύματα	-	Neutral	+
Χρυσός		→	
Πετρέλαιο			

 Τρέχουσα Άποψη
 Προηγούμενη Άποψη

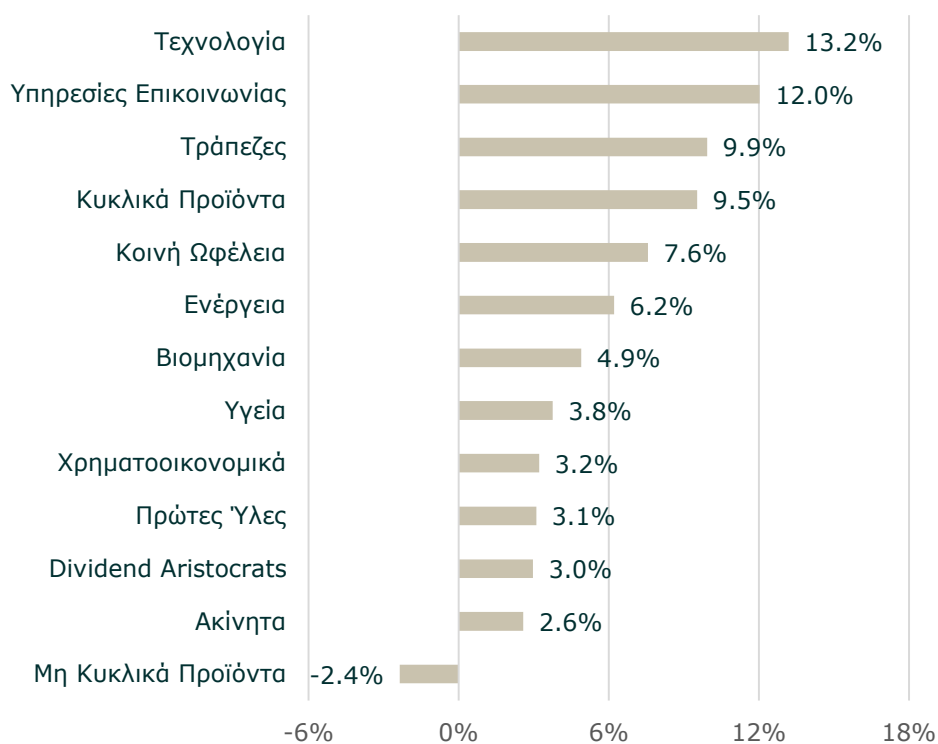
«Η Επενδυτική Στρατηγική βασίζεται σε μέσο - μακροπρόθεσμες σχέσεις μεταξύ αγορών και μακροοικονομικών / εταιρικών θεμελιωδών μεγεθών όπως αυτές εκτιμώνται από το τμήμα Economic Research & Investment Strategy. Οι διαχειριστές χαρτοφυλακίων του Ομίλου της Τράπεζας Πειραιώς μπορούν να διαφοροποιούνται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

Αποδόσεις Αγορών Γ' τριμ. 2025 (%)

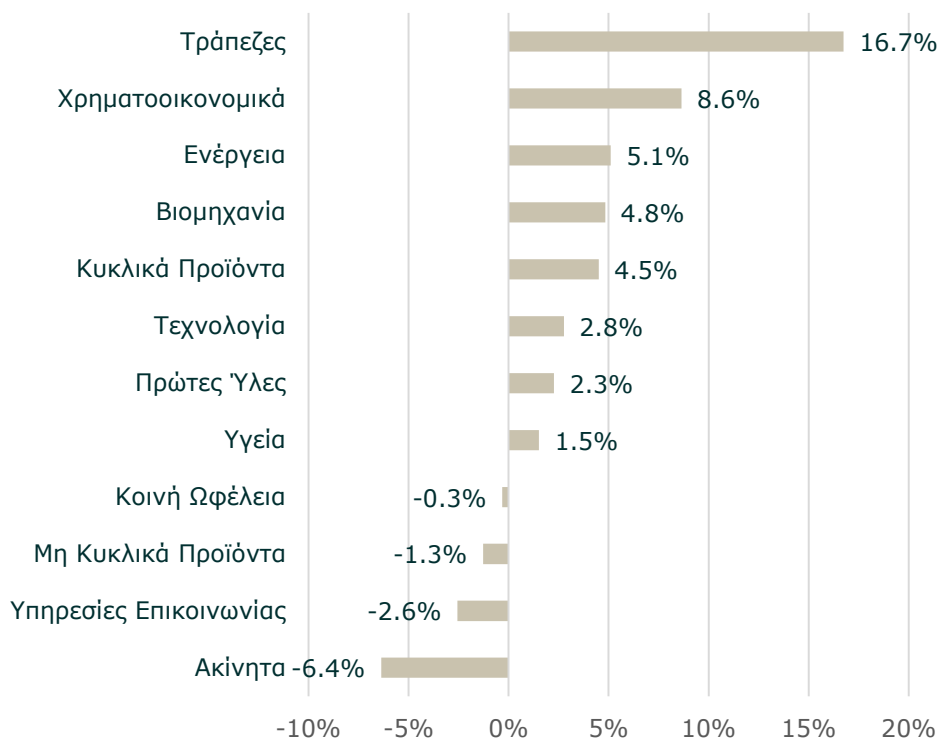


- Μετοχές
- Ομόλογα
- Εμπορεύματα
- Ισοτιμίες

ΗΠΑ Κλάδοι - Αποδόσεις Γ' τριμήνου 2025 (%)



ΕΖ Κλάδοι - Αποδόσεις Γ' τριμήνου 2025 (%)



2.1 ΗΠΑ:

Τα οικονομικά στοιχεία παραμένουν αρκετά δυνατά και η Fed καλείται να ισορροπήσει ανάμεσα στην ανάγκη στήριξης της αγοράς εργασίας και την αντιμετώπιση της αναζωπύρωσης του πληθωρισμού

Η σύναψη εμπορικών συμφωνιών με βασικούς εμπορικούς εταίρους και η **σχετική εκχειρίδα με την Κίνα συνέβαλαν στη μείωση της αβεβαιότητας**. Ωστόσο, παραμένει σε σχετικά υψηλό επίπεδο, όπως και το μέγεθος των δασμών συγκριτικά με τα ιστορικά δεδομένα. Ταυτόχρονα, **οι ανησυχίες για τη δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ περιορίστηκαν κάπως σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο**. Το έλλειμμα παραμένει μεν υψηλό, αλλά οι προβλέψεις για την πορεία του χρέους εμφανίζονται λίγο πιο αισιόδοξες λόγω της ευνοϊκότερης εξέλιξης των φορολογικών εσόδων και της συγκράτησης των δαπανών. Από την άλλη, η εξέταση από το Ανώτατο Δικαστήριο των ΗΠΑ της συνταγματικότητας της επιβολής γενικευμένων δασμών χωρίς τη λήψη σχετικής απόφασης από το Κογκρέσο, αναπόφευκτα θα δρομολογήσει εξελίξεις το επόμενο διάστημα. Τέλος, **η άνοδος του κόστους των εγχωρίως παραγόμενων προϊόντων** -στον βαθμό που χρησιμοποιούνται πρώτες ύλες και ενδιάμεσα αγαθά από το εξωτερικό- **ενισχύει περαιτέρω την πιθανότητα αύξησης των πληθωριστικών πιέσεων** (αν και μέχρι στιγμής η επίπτωση είναι σχετικά μικρή) **ενώ, παράλληλα, παρατηρείται χειροτέρευση των συνθηκών στην αγορά εργασίας**. Θετικό στοιχείο παραμένει η διαπίστωση ότι η οικονομία εξακολουθεί να αναπτύσσεται με ικανοποιητικό ρυθμό, όπως δείχνουν τα τελευταία στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες. Παρότι η εκτίμησή μας για την οικονομία των ΗΠΑ είναι πιο θετική σε σύγκριση με το προηγούμενο τρίμηνο, συνεχίζουμε να πιστεύουμε ότι η αναπτυξιακή δυναμική θα επιβραδυνθεί κατά τα επόμενα τρίμηνα, δημιουργώντας ένα πιο ευάλωτο οικονομικό περιβάλλον.

Μετά τη συρρίκνωσή της κατά 0,6% το α' τρίμηνο του 2025, η οικονομία των ΗΠΑ ανέκαμψε το β' τρίμηνο, με το πραγματικό ΑΕΠ να αυξάνεται 3,8% σε τριμηνιαία-ετησιοποιημένη βάση, εκπληθύνοντας θετικά. Σε ετήσια βάση αυξήθηκε 2,1%, ελαφρώς υψηλότερα από το προηγούμενο τρίμηνο. Ο υψηλότερος ρυθμός του β' τριμήνου αποδίδεται στη μείωση των εισαγωγών, μετά το front-loading του προηγούμενου τριμήνου, και στην αύξηση της καταναλωτικής δαπάνης και των πάγιων επενδύσεων.

Κατά το γ' τρίμηνο, τα οικονομικά στοιχεία παραμένουν αρκετά δυνατά, με τον δείκτη οικονομικών εκπληξέων να διατηρείται θετικός. Οι λιανικές πωλήσεις, η βιομηχανική παραγωγή, οι παραγγελίες διαρκών αγαθών, αλλά και το προσωπικό εισόδημα και οι προσωπικές δαπάνες ήταν υψηλότερες

Αν και τα οικονομικά στοιχεία παραμένουν αρκετά δυνατά, οι περισσότεροι πρόδρομοι δείκτες συνεχίζουν να σηματοδοτούν επιβράδυνση της οικονομικής δραστηριότητας και αύξηση του πληθωρισμού και της ανεργίας.

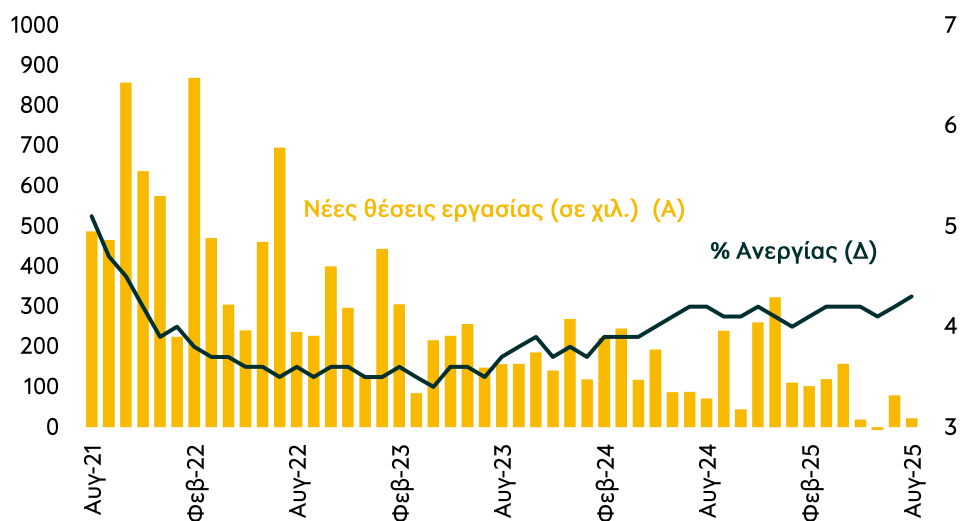
Η μερική παύση λειτουργίας του αμερικανικού Δημοσίου αναμένεται να οδηγήσει σε καθυστερήσεις στη δημοσίευση κρίσιμων οικονομικών στοιχείων, όπως των δεδομένων για την απασχόληση και τον πληθωρισμό, που επηρεάζουν άμεσα τις αγορές και αποτελούν βασικές παραμέτρους για τη διαμόρφωση της νομισματικής πολιτικής

των εκτιμήσεων. Ωστόσο, κατά το τελευταίο δίμηνο οι δείκτες καταναλωτικής εμπιστοσύνης εμφανίζουν χειροτέρευση. Οι νέοι δασμοί αναζωπύρωσαν την ανησυχία των καταναλωτών για την εξέλιξη του πληθωρισμού (και της οικονομίας γενικότερα) που, μπορεί μεν να είναι μετριασμένη συγκριτικά με την περίοδο Μαρτίου-Απριλίου, αλλά δεν παύει να είναι αυξημένη. Ταυτόχρονα, συνεχίζεται η ανησυχία και για την αγορά εργασίας. Ως αποτέλεσμα, ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης του Conference Board υποχώρησε τον Σεπτέμβριο στο 94,2 και αυτός του Πανεπιστημίου του Μίσιγκαν στο 55,1, τιμές συγκριτικά χαμηλές. Ταυτόχρονα, μεικτή ήταν τον Σεπτέμβριο η εικόνα των πρόδρομων επιχειρηματικών δεικτών ISM. Ο δείκτης στη μεταποίηση ανήλθε στο 49,1, καταδεικνύοντας μικρότερη συρρίκνωση της δραστηριότητας. Όμως, ο υποδείκτης των νέων παραγγελιών υποχώρησε στο 48,9 και παρότι βελτιώθηκαν οι επιμέρους δείκτες της απασχόλησης (στο 45,3) και των τιμών (στο 61,9), αυτοί βρίσκονται χαμηλότερα και υψηλότερα αντίστοιχα από τον μέσον όρο της τελευταίας δεκαετίας. Αντίθετα, ο δείκτης στις υπηρεσίες υποχώρησε στο 50,0 υποδηλώνοντας στασιμότητα. Από την άλλη, ελαφρά ανοδικά κινήθηκε ο πρόδρομος δείκτης NFIB που εκφράζει τις προσδοκίες των μικρών επιχειρήσεων. Τέλος, ο δείκτης εμπιστοσύνης των κατασκευαστών κατοικιών (NAHB) βρίσκεται στο χαμηλότερο επίπεδο από τον Δεκέμβριο του 2022 παρά τη μείωση των επιτοκίων των μακροχρόνιων στεγαστικών δανείων κατά περίπου 60 μ.β. από την αρχή του χρόνου.

Οι συνθήκες στην αγορά εργασίας χειροτέρευσαν το τελευταίο

διάστημα. Από την πλευρά της ζήτησης, οι νέες θέσεις εργασίας αυξήθηκαν τον Αύγουστο κατά μόλις 22 χιλ., ενώ και τα στοιχεία ορισμένων προηγούμενων μηνών αναθεωρήθηκαν αξιοσημείωτα πτωτικά. Ενδεικτικά, τον Ιούνιο καταγράφηκε τελικά απώλεια 13 χιλ. νέων θέσεων εργασίας έναντι αρχικά αύξησης 147 χιλ.. Επιπρόσθετα, η αρμόδια ομοσπονδιακή υπηρεσία για τη συλλογή και ανάλυση δεδομένων σχετικά με την απασχόληση (BLS)

Αγοράς Εργασίας



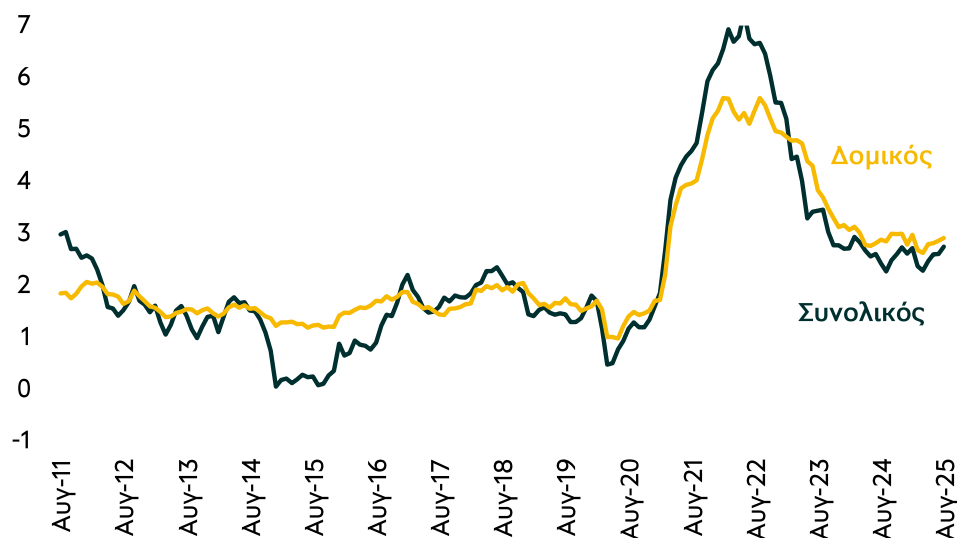
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ανακοίνωσε σημαντικές αρνητικές αναθεωρήσεις των στοιχείων και για την περίοδο Απριλίου 2024 – Μαρτίου 2025 (τα τελικά στοιχεία θα δημοσιευθούν τον Φεβρουάριο του 2026). Ως αποτέλεσμα, το ποσοστό ανεργίας αυξήθηκε τον Αύγουστο στο 4,3%, το υψηλότερο από το 2021. Υψηλότερο ποσοστό ανεργίας συνεχίζουν να υποδεικνύουν οι περισσότεροι δείκτες απασχόλησης των περιφερειακών ομοσπονδιακών τραπεζών και ο δείκτης συνθηκών αγοράς εργασίας της Kansas Fed που περιλαμβάνει 24 σχετικές μεταβλητές. Ωστόσο, η προσφορά εργασίας παραμένει περιορισμένη ως αποτέλεσμα της μειωμένης μετανάστευσης. Το μικρότερο διαθέσιμο εργατικό δυναμικό αντισταθμίζει εν μέρει τη μειωμένη ζήτηση συμβάλλοντας στη διατήρηση του ποσοστού ανεργίας σε σχετικά χαμηλό επίπεδο. Τέλος, τον Σεπτέμβριο, βάσει της πορείας των νέων επιδομάτων ανεργίας, η εικόνα παραμένει μεικτή, καθώς καταγράφηκε αρκετά μεγάλη διακύμανσή τους. Όμως, τα πιο πρόσφατα στοιχεία είναι πιο ενθαρρυντικά.

Σχετικά περιορισμένη φαίνεται με τα μέχρι σήμερα στοιχεία η επίπτωση των δασμών στον πληθωρισμό. Ο γενικός πληθωρισμός έχει σημειώσει ελαφρά μόνο επιτάχυνση κατά τους τελευταίους μήνες και τον Αύγουστο διαμορφώθηκε, βάσει του δείκτη τιμών της προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης (PCE), στο 2,7%, ενώ ο δομικός στο 2,9%. Αναμένουμε ότι η επίπτωση στον πληθωρισμό θα είναι μεγαλύτερη τα επόμενα τρίμηνα και θα εξαρτηθεί από το τελικό ύψος των δασμών και από το κατά πόσο το υψηλότερο κόστος θα μετακυληθεί στις τιμές που πληρώνουν οι καταναλωτές.

Βραχυπρόθεσμα, όμως, είναι περισσότερο πιθανό ο πληθωρισμός να κινηθεί ανοδικά.

Πληθωρισμός (βάσει του δείκτη προσωπικής καταναλωτικής δαπάνης)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Η προσπάθεια απομάκρυνσης μέλους της Fed από τον Πρόεδρο Τραμπ αμφισβητεί έμπρακτα την ανεξαρτησία της Fed

Η Fed στη συνεδρίαση του Σεπτεμβρίου μείωσε το παρεμβατικό επιτόκιο κατά 25 μ.β., όπως αναμενόταν, στο εύρος 4,00%-4,25%. Εκτιμά

ότι η αβεβαιότητα ως προς την αναπτυξιακή προοπτική παραμένει υψηλή και ότι ο κίνδυνος απόκλισης από την επίτευξη του στόχου της πλήρους απασχόλησης έχει αυξηθεί. Για την επίδραση των υψηλότερων δασμών, ο Πρόεδρος της σχολίασε ότι έχει γίνει φανερό στις τιμές κάποιων προϊόντων αλλά όχι στο σύνολο της οικονομίας και στο ύψος του πληθωρισμού. Επίσης, ότι δεν μπορεί ακόμη να ειπωθεί εάν η εν λόγω επίδραση θα είναι βραχυπρόθεσμη ή θα διαρκέσει περισσότερο. Σύμφωνα με τις μακροοικονομικές προβλέψεις της Fed, προβλέπονται για φέτος δύο επιπλέον μειώσεις κατά 25 μ.β. του βασικού επιτοκίου και από μία το 2026 και το 2027. Η εξέλιξη αυτή δεν διαφοροποιείται πολύ από τις εκτιμήσεις στην αγορά που αναμένει έως δύο μειώσεις επιτοκίων για φέτος και συνολικά τέσσερις έως το τέλος του Ιουλίου του 2026. Συνεπώς, προβλέπει ότι το επιτόκιο θα έχει υποχωρήσει κοντά στο 3% εκτιμώντας ότι αυτό θα είναι και το τελικό σε αυτή τη φάση (terminal/neutral rate).

Συμπερασματικά, **για το 2025 προβλέπουμε επιβράδυνση του ρυθμού ανόδου της οικονομικής δραστηριότητας κοντά στο 1,8% (από σχεδόν 1,5% που αναμέναμε το προηγούμενο τρίμηνο)**. Ωστόσο, εάν η ανεργία και ο πληθωρισμός αυξηθούν λιγότερο από ό,τι εκτιμούμε (4,5% και 3,0% αντίστοιχα στο τέλος του έτους) και οι καταναλωτές αποδειχθούν λιγότερο απαισιόδοξοι, ο ρυθμός ανάπτυξης θα μπορούσε να κινηθεί υψηλότερα. Από την άλλη, εάν προκύψουν νέες εντάσεις, λ.χ. στον εμπορικό τομέα, είτε σε γεωπολιτικό επίπεδο, θα προκληθεί νέα αύξηση της αβεβαιότητας που θα μπορούσε να μειώσει την δυναμική της ανάπτυξης.

2.2 Ευρωζώνη:

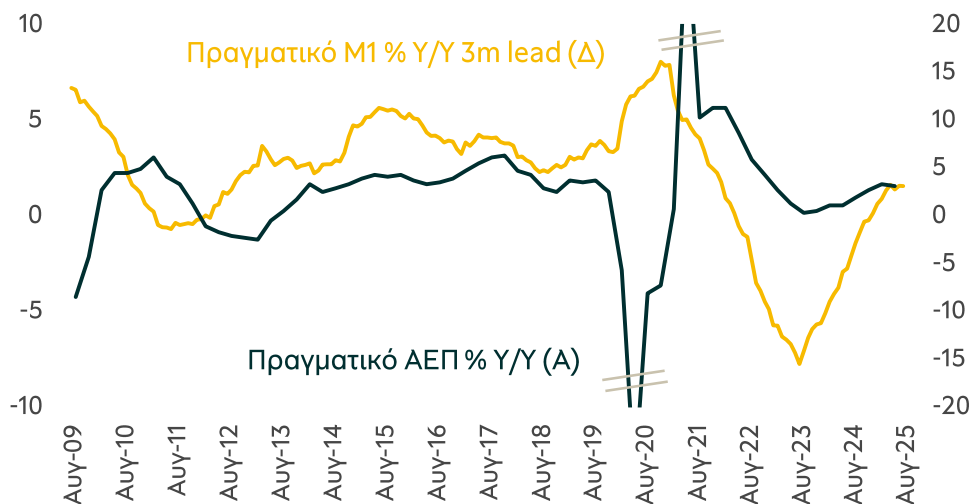
Ανάπτυξη με αργούς αλλά σταθερούς ρυθμούς

Η οικονομική δραστηριότητα το 2025 στην Ευρωζώνη αναμένεται επιταχυνθεί το 2025 στο 1,3% από 0,9% το 2024, υποστηριζόμενη από τις επενδύσεις και την ιδιωτική κατανάλωση. Εντούτοις, η αβεβαιότητα που προκύπτει από τους υψηλότερους δασμούς από τις ΗΠΑ έχουν αρχίσει να μειώνουν την εξωτερική ζήτηση και αναμένεται να περιορίσουν και την εγχώρια ζήτηση. Τα χαμηλότερα επιτόκια της νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, οι ισχυροί εταιρικοί ισολογισμοί που μεταφράζονται σε μια ανθεκτική αγορά εργασίας, μία σταθερή ανοδική τάση στην προσφορά χρήματος (M1) καθώς και η αναμενόμενη χαλάρωση της δημοσιονομικής πολιτικής σε κάποιες χώρες μέλη εκτιμάται ότι θα παράσχουν μεσοπρόθεσμη σταθερότητα.

Οι κύριοι κίνδυνοι για την οικονομική δραστηριότητα στην Ευρωζώνη είναι, κυρίως αυτός της αργής, ή μερικής υλοποίησης της γερμανικής δημοσιονομικής τόνωσης, οι υψηλότεροι δασμοί, , οι δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις και η χαμηλή εμπιστοσύνη σε ορισμένες

Οι κύριοι κίνδυνοι για την οικονομική δραστηριότητα στην Ευρωζώνη είναι οι υψηλότεροι δασμοί, ο κίνδυνος αργής μερικής υλοποίησης της γερμανικής δημοσιονομικής τόνωσης, οι δυσμενείς γεωπολιτικές εξελίξεις και η χαμηλή εμπιστοσύνη σε ορισμένες ευρωπαϊκές χώρες

Πραγματικό ΑΕΠ & M1



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

ευρωπαϊκές χώρες. Δευτερογενείς επιπτώσεις προέρχονται από την ενδεχόμενη επιβράδυνση της ανάπτυξης για τους κύριους εμπορικούς εταίρους της Ευρώπης το επόμενο έτος, και κυρίως τις ΗΠΑ.

Η ταχύτερη από την αναμενόμενη ανατίμηση του ευρώ, έχει βοηθήσει την κατανάλωση μέσω των χαμηλότερων τιμών ενέργειας μέχρι τώρα, διατηρώντας και τα επίπεδα του πληθωρισμού χαμηλά. Πιθανή ανακατεύθυνση του εμπορίου προς την Ευρώπη καθώς και άλλη μία ανατίμηση του ευρώ μπορούν να διατηρήσουν τον πληθωρισμό εντός του στόχου της ΕΚΤ.

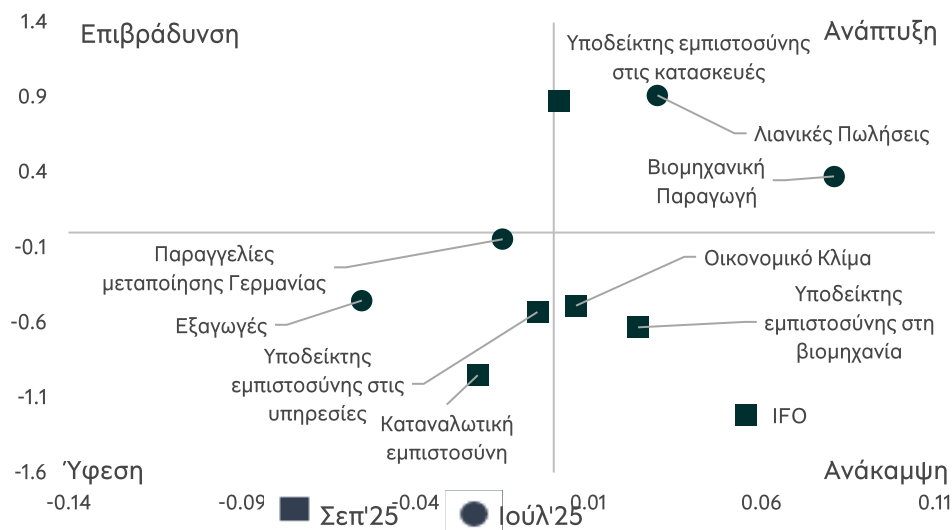
Το β' τρίμηνο του έτους, η οικονομία της Ευρωζώνης συνέχισε να ανακάμπτει με οριακά βραδύτερο ρυθμό καθώς το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε κατά 1,5% από 1,6% το α' τρίμηνο του έτους και 0,5% το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους. Σε τριμηνιαία βάση το πραγματικό ΑΕΠ αυξήθηκε οριακά κατά 0,1% το β' τρίμηνο από 0,6% το προηγούμενο. Η δυναμική αυτή προέρχεται κυρίως από την αύξηση του ακαθάριστου σχηματισμού παγίου κεφαλαίου καθώς αυξήθηκε κατά 3,0% ετησίως το β' τρίμηνο από 2,3% το α' τρίμηνο, όπως και η σταθερή αύξηση τα πρώτα δύο τρίμηνα του έτους κατά 1,4% ετησίως της ιδιωτικής κατανάλωσης.

Οι πρόδρομοι δείκτες PMI της Ευρωζώνης αντικατοπτρίζουν την τρέχουσα αντιστροφή στην τάση της οικονομικής δραστηριότητας και συγκεκριμένα την ενδυνάμωση της βιομηχανίας και μεταποίησης με αποδυνάμωση της καταναλωτικής δραστηριότητας

Οι πρόδρομοι δείκτες PMI της Ευρωζώνης αντικατοπτρίζουν την τρέχουσα αντιστροφή στην τάση της οικονομικής δραστηριότητας και συγκεκριμένα την ενδυνάμωση της βιομηχανίας και μεταποίησης με αποδυνάμωση της καταναλωτικής δραστηριότητας. Συγκεκριμένα, ο PMI μεταποίησης συνεχίζει και παραμένει κάτω του 50 καταγράφοντας ωστόσο υψηλά των τελευταίων 12 μηνών από το Μάρτιο. Συγκεκριμένα, ο PMI Μεταποίησης τον Αύγουστο κατέγραψε ιστορικό υψηλό από τον Ιούλιο του 2022 στο 50,7, ενώ το Σεπτέμβριο επανήλθε σε επίπεδα κάτω του 50 στο 49,8.

Ο σύνθετος δείκτης αντίστοιχα παραμένει πάνω από το 50 από τον Ιανουάριο και συγκεκριμένα το Σεπτέμβριο στο 51,2 από 51 τον Αύγουστο. Η εικόνα αυτή επιβεβαιώνει την ανάκαμψη στη Γερμανική οικονομία το πρώτο εξάμηνο σε σχέση με το 2024, αλλά και στην περιφέρεια της Ευρωζώνης. Στον κλάδο των υπηρεσιών, ο PMI υπηρεσιών το Σεπτέμβριο ανήλθε στο 50,5 από 51 τον Αύγουστο.

Οικονομικός Κύκλος με βάση τους Πρόδρομους Δείκτες



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι επιμέρους κλάδοι σημειώνουν σταθερή ανάκαμψη καθώς η βιομηχανική παραγωγή συνεχίζει να καταγράφει θετικούς ρυθμούς ετήσιας μεταβολής και συγκεκριμένα τον Ιούλιο αυξήθηκε κατά 1,8% ετησίως από 0,7% τον Ιούνιο εξαιτίας της αύξησης της παραγωγής στα μη-διαρκή καταναλωτικά και κεφαλαιουχικά αγαθά. Οι λιανικές πωλήσεις διατηρούν τα θετικά επίπεδα αλλά με επιβράδυνση τον Ιούλιο με τις πωλήσεις να σημειώνουν αύξηση 2,2% ετησίως από 3,5% τον Ιούνιο.

Η αγορά εργασίας παραμένει σε ιδιαίτερα θετικά επίπεδα καθώς το εποχικά διορθωμένο ποσοστό ανεργίας παραμένει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα στο 6,3% τον Αύγουστο από 6,2% τον Ιούλιο. Εντούτοις, οι εκτιμήσεις για τα επίπεδα των μισθών το 2025 παραμένουν αρνητικές καθώς οι πρόδρομοι δείκτες σηματοδοτούν σημαντικές μειώσεις. **Η χαμηλότερη δυναμική των μισθών αναμένεται να συμβάλει στον μέσο πληθωρισμό κάτω από το 2% την επόμενη διετία.**

Οι πληθωριστικές πιέσεις για το τρέχον έτος δεν προκαλούν ανησυχίες, ενώ το επίπεδο των τιμών πλησιάζει το στόχο της ΕΚΤ

Οι πληθωριστικές πιέσεις για το τρέχον έτος δεν προκαλούν ανησυχίες, ενώ το επίπεδο των τιμών πλησιάζει το στόχο της ΕΚΤ. Ο πληθωρισμός το Σεπτέμβριο αυξήθηκε στο 2,2% από 2,0% τον Αύγουστο, επιτάχυνση που οφείλεται κυρίως στις τιμές των υπηρεσιών και των τροφίμων. Εντούτοις, ο πυρήνας του πληθωρισμού παραμένει σχεδόν αμετάβλητος από το Μάιο και

συγκεκριμένα στο 2,3%. Όπως αναμενόταν η ΕΚΤ διατήρησε αμετάβλητα το παρεμβατικό επιτόκιο στο 2,15% το Σεπτέμβριο καθώς εκτιμά ότι ο πληθωρισμός διαμορφώνεται πλησίον του στόχου της και δεν προβλέπεται να αποκλίνει μεσοπρόθεσμα.

2.3 Ιαπωνία:

Συνεχίζεται η ήπια ανάπτυξη εν μέσω πολιτικής αστάθειας

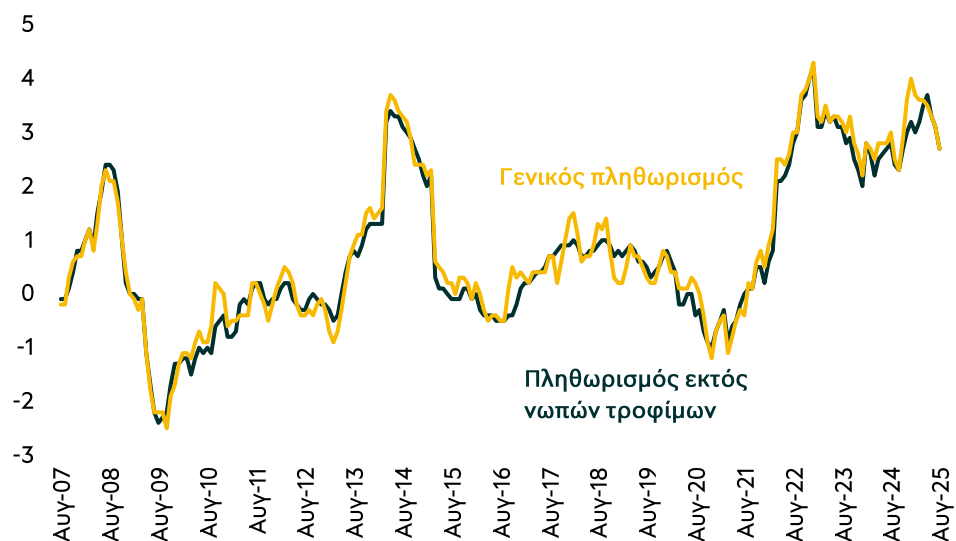
Σημαντική παράμετρος στην αναπτυξιακή δυναμική η ενίσχυση της εσωτερικής ζήτησης

Η σύναψη διμερούς εμπορικής συμφωνίας με τις ΗΠΑ αποτελεί αναμφίβολα θετική εξέλιξη για τη χώρα καθώς περιορίζει σημαντικά την αβεβαιότητα σε έναν τομέα με ιδιαίτερο βάρος στην αναπτυξιακή δυναμική της. Ο γενικός δασμός ύψους 15% σε σχεδόν όλα τα ιαπωνικά προϊόντα, αν και σημαντικά υψηλότερος σε σχέση με πέρυσι, διασφαλίζει την ανταγωνιστικότητά τους έναντι ομοειδών προϊόντων άλλων χωρών στην αμερικανική αγορά, ιδίως στον τομέα των αυτοκινήτων.

Παρά τις δυσμενείς συνθήκες που επικράτησαν σε διεθνές επίπεδο, ο ρυθμός ανάπτυξης κατά το β' τρίμηνο ανήλθε απρόσμενα στο 0,5% σε τριμηνιαία βάση (α' τρίμ. 25: 0,1%). Θετικά συνέβαλαν κυρίως οι καθαρές εξαγωγές και η ιδιωτική κατανάλωση. Σε σχέση με το β' τρίμηνο του 2024, το πραγματικό ΑΕΠ ήταν υψηλότερο κατά 1,7%, όσο και κατά το α' τρίμηνο.

Κατά το επόμενο διάστημα αναμένεται να συνεχιστεί η θετική επίδραση των αυξημένων εταιρικών επενδύσεων, ιδίως στον τομέα της υψηλής τεχνολογίας, ευνοημένες και από την ικανοποιητική εταιρική κερδοφορία. Η αύξηση των

Πληθωρισμός (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

μισθών, παρότι σημαντικά μικρότερη σε πραγματικούς όρους (όπως λόγω των αυξήσεων σε βασικά είδη τροφίμων προεξάρχοντος του ρυζιού), θα εξακολουθήσει να στηρίζει την ιδιωτική κατανάλωση. Παράλληλα, η υψηλότερη δασμολογική επιβάρυνση των εξαγωγών στις ΗΠΑ εκτιμάται ότι θα είναι διαχειρίσιμη με περιορισμένο αντίκτυπο στις συνολικές εξαγωγές, τουλάχιστον με τα μέχρι τώρα στοιχεία.

Η νομισματική και η δημοσιονομική πολιτική θα εξακολουθήσουν να είναι υποστηρικτικές της ανάπτυξης, ιδιαίτερα μετά την αναμενόμενη αλλαγή πρωθυπουργού (Takaichi). Η Τράπεζα της Ιαπωνίας (ΤτΙ)

αναμένεται μεν να περιορίσει την αρκετά χαλαρή νομισματική πολιτική αλλά πολύ σταδιακά και προσεκτικά, δεδομένης και της ανάγκης αναχρηματοδότησης του πολύ υψηλού δημόσιου χρέους με επιτόκια σχετικά χαμηλά. Η αργή αποκλιμάκωση του πληθωρισμού (γενικός και χωρίς τα νωπά τρόφιμα, Αύγ.: 2,7%), παρέχει στην ΤτΙ αυτήν τη δυνατότητα καθώς εκτιμά υποχώρησή του στο 1,8% το 2026.

Συνεπώς, το επόμενο διάστημα η ήπια ανάπτυξη αναμένεται να συνεχιστεί, αν και πιθανότατα πιο συγκρατημένη καθώς η επίδραση των θετικών παραγόντων εκτιμάται ότι θα εξασθενεί σταδιακά. **Για το 2025 ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται γενικότερα στο 1% περίπου.** Ωστόσο, βάσει των τελευταίων στοιχείων και πρόδρομων δεικτών είναι πιθανό να το υπερβεί ελαφρά. Για το 2026, αναμένεται μικρή περαιτέρω επιβράδυνσή του και να διαμορφωθεί λίγο υψηλότερα του 0,5%.

2.4 Κίνα:

Συγκρατημένη παραμένει η εσωτερική ζήτηση

Η εκεχειρία με τις ΗΠΑ στο θέμα των δασμών απέτρεψε την κατάρρευση του διμερούς εμπορίου

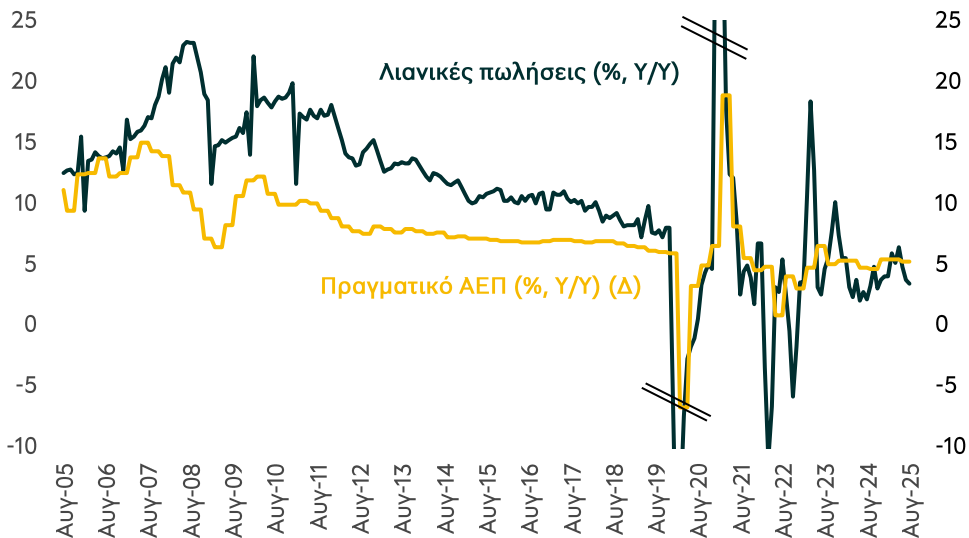
Η παράταση της εκεχειρίας ΗΠΑ-Κίνας στον εμπορικό τομέα (μέχρι τις 10/11) και η προκαταρκτική συμφωνία για την εφαρμογή TikTok έχουν δημιουργήσει αισιοδοξία ότι οι εντάσεις λόγω του οικονομικού και γεωστρατηγικού ανταγωνισμού μεταξύ των δύο χωρών θα παραμείνουν συγκρατημένες. Για τον χρόνο ισχύος της εκεχειρίας, το ύψος των δασμών ορίστηκε γενικά στο 30% για τα κινεζικά προϊόντα και στο 10% για τα αμερικανικά. Συνεπώς, **για το 2025, η δασμολογική επιβάρυνση των κινεζικών προϊόντων θα είναι γενικά αυξημένη συγκριτικά με πέρυσι, αλλά θα παραμείνει σε επίπεδο σχετικά διαχειρίσιμο και κατά το δυνατόν ανταγωνιστικό με τους επιβληθέντες δασμούς στα ομοειδή προϊόντα άλλων χωρών.** Ταυτόχρονα, εντείνεται η προσπάθεια ανακατεύθυνσης των εξαγωγών στις ΗΠΑ σε άλλες αγορές αυξάνοντας τον ανταγωνισμό και πιέζοντας τα περιθώρια κέρδους των εταιρειών.

Συνεχίζεται το γ' τρίμηνο η ανάπτυξη αλλά με συγκρατημένο ρυθμό. Η εσωτερική ζήτηση το κλειδί για την αναπτυξιακή δυναμική

Στο πλαίσιο αυτό, ο ισχυρός ρυθμός ανάπτυξης του α' τριμήνου του 2025 συνεχίστηκε κατά το β' τρίμηνο (5,2%, α' τρίμ.: 5,4%). Συνολικά για το α' εξάμηνο διαμορφώθηκε στο 5,3%. Θετικά συνέχισαν να επιδρούν τα μέτρα που ελήφθησαν κυρίως από το δ' τρίμηνο του 2024 και μετά για την αντιμετώπιση των δυσεπίλυτων προβλημάτων στην αγορά ακινήτων, αλλά και την τόνωση της ανάπτυξης. Μεταξύ αυτών, η χαλάρωση ορισμένων διοικητικών περιορισμών και οι μικρές μειώσεις βασικών επιτοκίων δανεισμού. Η εκεχειρία με τις ΗΠΑ συνέβαλε καθοριστικά στο να αποφευχθεί η κατάρρευση στο διμερές εμπόριο και η προσπάθεια αναπλήρωσης των απωλειών στην αμερικανική αγορά φαίνεται προς το παρόν να έχει αποτέλεσμα. Ενδεικτικά, το διάστημα Ιουνίου-Αυγούστου 2025 οι συνολικές εξαγωγές αυξήθηκαν σε ετήσια βάση κατά σχεδόν 6% κατά μέσον όρο, ενώ οι εξαγωγές προς τις ΗΠΑ μειώθηκαν κατά περίπου 24%. Κατά το γ' τρίμηνο του 2025, τα στοιχεία και οι πρόδρομοι δείκτες συνέχισαν να καταδεικνύουν ισχυρή, αλλά κάπως πιο συγκρατημένη ανάπτυξη.

Από την άλλη, **η υποχώρηση του γενικού πληθωρισμού συχνά φέτος σε αρνητικό έδαφος** (στους πέντε από τους οκτώ μήνες) **αποτελεί ισχυρή ένδειξη συγκρατημένης ανόδου της εσωτερικής ζήτησης**. Παρόμοια εικόνα αποτυπώνει και η εξέλιξη των λιανικών πωλήσεων. Συνεπώς, **η αύξηση της εσωτερικής ζήτησης δεν φαίνεται επαρκής ώστε να στηρίξει μεσοπρόθεσμα μια ισχυρή αναπτυξιακή δυναμική**. Επιπλέον, το ήδη υψηλό δημοσιονομικό έλλειμμα (εκτίμηση ΔΝΤ για το 2025: -8,6%, 2026: -8,5%) και οι προγενέστερες μειώσεις των δανειακών επιτοκίων υποδηλώνουν πολύ περιορισμένα περιθώρια για μεγάλη χαλάρωση της νομισματικής και ιδίως της δημοσιονομικής πολιτικής. Ταυτόχρονα, η αβεβαιότητα για την εξέλιξη των εξαγωγών στις ΗΠΑ αλλά και γενικότερα, καθιστούν τις εταιρείες διστακτικές στην πραγματοποίηση νέων επενδύσεων. Επιπλέον, τα προβλήματα στον τομέα των ακινήτων λειτουργούν περιοριστικά στη ζήτηση νέων δανείων από ιδιώτες.

Λιανικές Πωλήσεις & Πραγματικό ΑΕΠ (ετήσια % μεταβολή)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

Οι εμπορικές ροές προς τις ΗΠΑ αναμένεται να μειωθούν τα επόμενα τρίμηνα, όσο το frontloading των εισαγωγών θα χαλαρώσει και θα τεθούν σε ισχύ οι υψηλότεροι δασμοί

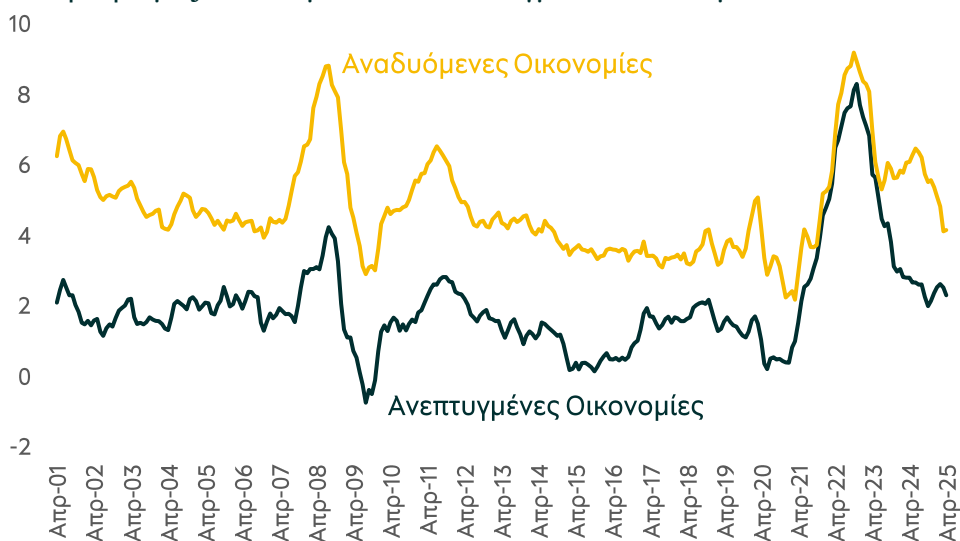
2.5 Αναδυόμενες Οικονομίες (εκτός Κίνας)

Αντίσταση στους δασμούς...μέχρι τώρα

Στις αναδυόμενες οικονομίες το α' εξάμηνο η οικονομική δραστηριότητα απεδείχθη ανθεκτικότερη παρά την αβεβαιότητα εξαιτίας των διεθνών εμπορικών σχέσεων. Η αύξηση του πραγματικού ΑΕΠ το α' εξάμηνο οφείλεται κυρίως στις ισχυρές εξαγωγές, οι οποίες σε πολλές περιπτώσεις αυξήθηκαν με υψηλότερους ρυθμούς σε σχέση με το προηγούμενο έτος, ενώ **αξίζει να σημειωθεί ότι σε αρκετές αναδυόμενες οικονομίες στην Ασία, οι εξαγωγές σημειώνουν αύξηση με διψήφιο ρυθμό, χάρη στην ισχυρή ζήτηση για τεχνολογικά προϊόντα.**

Οι εμπορικές ροές προς τις ΗΠΑ αναμένεται να μειωθούν τα επόμενα τρίμηνα, όσο το frontloading των εισαγωγών θα χαλαρώσει και θα τεθούν σε ισχύ οι υψηλότεροι δασμοί. Η τελευταία αύξηση τον Αύγουστο ήταν σημαντική για την πλειοψηφία των αναδυόμενων αγορών σε σχέση με τους δασμολογικούς συντελεστές του Ιουλίου. Εντούτοις, ο άμεσος αντίκτυπος των δασμών στην οικονομική ανάπτυξη εκτιμάται ότι θα είναι περιορισμένος καθώς οι εξαγωγές προς τις ΗΠΑ αντιπροσωπεύουν ένα μικρό ποσοστό του ΑΕΠ με εξαίρεση χώρες όπως το Μεξικό, το Βιετνάμ και η Ινδία.

Πληθωρισμός Αναδυόμενων & Αναπτυγμένων Οικονομιών



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Η χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής από τη FED ενδέχεται να ωθήσει τις κεντρικές τράπεζες των αναδυόμενων οικονομιών να συνεχίσουν τον κύκλο μείωσης των επιτοκίων, γεγονός που θα βοηθήσει περαιτέρω την εγχώρια ζήτηση. Επιπλέον, η ανθεκτική εγχώρια ζήτηση και οι ευνοϊκές χρηματοπιστωτικές συνθήκες αναμένεται να αντισταθμίσουν εν μέρει την αδυναμία και αβεβαιότητα των εμπορικών ροών. Οι χαμηλότερες τιμές του πετρελαίου ενισχύουν τη ζήτηση των νοικοκυριών και της βιομηχανίες στις αναδυόμενες, καθώς το πετρέλαιο κατέχει μεγαλύτερο βάρος στην κατανάλωση. Για το 2026, η οικονομική δραστηριότητα αναμένεται να παραμείνει σταθερή με το πραγματικό ΑΕΠ στο 4,0% ετησίως από αναμενόμενο 4,1% το 2025 με βασικό μοχλό στήριξης την εγχώρια ζήτηση αλλά και τις επενδύσεις που έχουν γίνει τα προηγούμενα έτη.

3.1 ΗΠΑ :

Αναβαθμίζουμε σε ουδέτερη την άποψή μας.

Νέα ιστορικά υψηλά για S&P 500 και Nasdaq.

Οι υψηλές αποτιμήσεις μας καθιστούν επιφυλακτικούς βραχυπρόθεσμα

Θετικές αποδόσεις κατέγραψαν οι μετοχικοί δείκτες το γ' τρίμηνο παρά τις ανησυχίες για αρνητικές εξελίξεις λόγω των εμπορικών πολιτικών (δασμών) της αμερικανικής κυβέρνησης. Συγκεκριμένα, ο S&P 500 σημείωσε κέρδη της τάξης του 8,11% (συνολική απόδοση). Με το ίδιο πρόσημο έκλεισαν την περίοδο οι δείκτες τεχνολογίας (Nasdaq και Nasdaq 100) αλλά και οι μεγάλες τεχνολογικές εταιρίες (Magnificent 7), οι συνολικές αποδόσεις των οποίων ανήλθαν σε ρυθμό του 11,43% και 9,01% για τους Nasdaq και Nasdaq 100 και 17,58% για τις Magnificent 7. Ενισχυμένος έκλεισε και ο δείκτης με τις εταιρίες μικρότερης κεφαλαιοποίησης (Russell Small Cap) με απόδοση 12,39% ενώ ο ισοβαρής δείκτης S&P 500 (Equal weight) ολοκλήρωσε το τρίμηνο με κέρδη της τάξης του 4,8%. Σε κλαδικό επίπεδο, η Τεχνολογία πρωταγωνίστησε στο επενδυτικό σκηνικό, αποδίδοντας 13,19% (συνολική απόδοση) με τις Υπηρεσίες Επικοινωνίας και τις Τράπεζες να ακολουθούν με αποδόσεις 12,04% και 9,94% αντίστοιχα. Σε αντίθετη κατεύθυνση, ο κλάδος των Μη Κυκλικών Προϊόντων σημείωσε απώλειες 2,36%.

Η έντονη μεταβλητότητα και η άνοδος που ακολούθησε την “liberation day” στις Ηνωμένες Πολιτείες εκτόνωσε ένα μεγάλο μέρος των ανησυχιών γύρω από την πορεία των μετοχικών αγορών. Αυτές

εδράζονται στις αποτιμήσεις, στην αποδοτικότητα των επενδύσεων στην τεχνητή νοημοσύνη (ανάδυση του φτηνότερου κινεζικού Deep Seek) αλλά τελικά και στις συνέπειες του ίδιου του εμπορικού πολέμου. Μέχρι τώρα δεν έχουν παρατηρηθεί αρνητικές επιπτώσεις ούτε στον πληθωρισμό στις Ηνωμένες Πολιτείες αλλά ούτε και στην ανάπτυξη στον υπόλοιπο κόσμο.

Η πραγματικότητα παραμένει ότι η άνοδος των δασμών είναι πολύ πιθανό να οδηγήσει σε αύξηση του κόστους παραγωγής, σε πληθωρισμό και σε μείωση τελικά της αγοραστικής δύναμης των καταναλωτών, **αλλά σε αυτή τη φάση η αγορά επικεντρώνεται σε δυο παράγοντες: α) στη δυναμική των εξελίξεων που έχουν να κάνουν με την τεχνητή νοημοσύνη οι οποίες έχουν οδηγήσει σε μια πολύ μεγάλη αύξηση των επενδύσεων και β) στην αλλαγή στάσης της Fed** και στις προοπτικές ενός κύκλου μειώσεων των επιτοκίων. Δεν αναγνωρίζει η αγορά ως κίνδυνο τις παρεμβάσεις της κυβέρνησης Τραμπ στην νομισματική πολιτική και προεξοφλεί ένα θετικό σενάριο, όπου ύστερα από μια περίοδο στασιμότητας λόγω των δασμών, ο πληθωρισμός θα συνεχίσει να πέφτει και η αγορά εργασίας στις ΗΠΑ θα παραμείνει σε μια σταδιακή/οριακή αποκλιμάκωση. Παράλληλα παρατηρούμε και μερικές οριακές ενδείξεις ενδυνάμωσης της μεταποίησης που αν τελικά συνεχιστούν θα μπορούσαν να αποτελέσουν άλλο ένα θετικό καταλύτη, ενώ και οι προσδοκίες για την κερδοφορία του 2026 έχουν αρχίσει να αναθεωρούνται ανοδικά (φοροσπαλλαγές, deregulation).

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

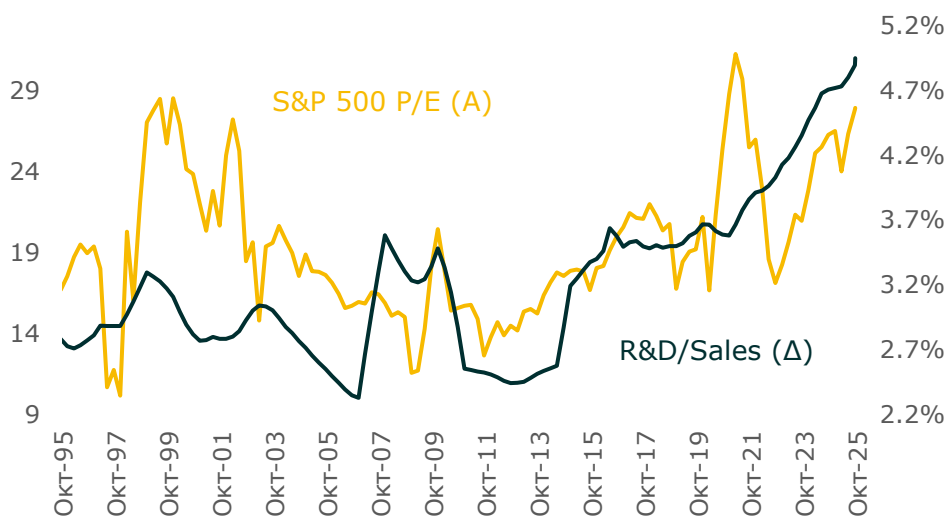
Οι εκτιμήσεις κερδοφορίας για το 2026 παραμένουν ισχυρές

Αποτιμήσεις, Ανάπτυξη και Πληθωρισμός τα βασικά αίτια της αβεβαιότητας

Συνεχίζουμε να έχουμε σημαντικές αμφιβολίες για τη μακροχρόνια θετική επίδραση της τεχνητής νοημοσύνης στην αμερικανική παραγωγικότητα και κερδοφορία των επιχειρήσεων και θεωρούμε ότι οι αποτιμήσεις είναι υπερβολικές και έχουν ήδη προεξοφλήσει ένα πολύ θετικό σενάριο. Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα, οι **επενδυτές εστιάζουν την προσοχή τους σε ενδείξεις παραγωγής αύλου κεφαλαίου (non-tangible capital)** που συνδέονται με την τεχνολογία όπως είναι οι δαπάνες για την έρευνα και την ανάπτυξη (R&D) **αγνοώντας άλλους παραδοσιακούς δείκτες** (επιτόκια, ρευστότητα κλπ) οι οποίοι παραμένουν ανησυχητικοί. Ενδεικτικό της υπερβολής είναι ότι η συνολική κεφαλαιοποίηση του αμερικανικού χρηματιστηρίου ως ποσοστό του ΑΕΠ υπερβαίνει πλέον το 200%. Αναλυτικότερα, ο S&P 500 για το 2025, διαπραγματεύεται σε επίπεδα υψηλότερα του μακροχρόνιου μέσου όρου με P/E 26x ενώ το 2026 ο ίδιος δείκτης εκτιμάται στα 22x με τις εκτιμήσεις για κερδοφορία στο +17%. Οι ίδιοι δείκτες αποτίμησης για την τεχνολογία εκτιμώνται στο 27x για τον Nasdaq με εκτιμώμενη αύξηση κερδοφορίας στο 23% .

Ο μεγάλος και αυξανόμενος όγκος των επενδύσεων σε τεχνητή νοημοσύνη και η ενσωμάτωσή της στην παραγωγική διαδικασία ωστόσο, είναι πολύ πιθανόν στο επόμενο διάστημα να προκαλέσει μια άνοδο της παραγωγικότητας η οποία σε αυτή τη φάση βρίσκεται στο 1,5% χαμηλότερα ακόμα από τον μακροχρόνιο μέσο όρο του 2%, η οποία παράλληλα με τις ανακοινώσεις για επαναγορές μετοχών ύψους 1 τρισεκατομμυρίου από τις ίδιες τις εταιρίες (buyback) και την φιλική Fed να συντηρήσει την ανοδική τάση των μετοχικών αγορών. **Το οικονομικό περιβάλλον όσο αφορά την τεχνολογία αλλά και η συμπεριφορά της αγοράς πλέον μοιάζει περισσότερο με τη περίοδο μετά την Ρωσική κρίση του 1998 παρά με την κορυφή της φούσκας του 1999-2000.**

S&P 500 P/E & R&D Sales % (κ.μ.ο. 4τρ.)



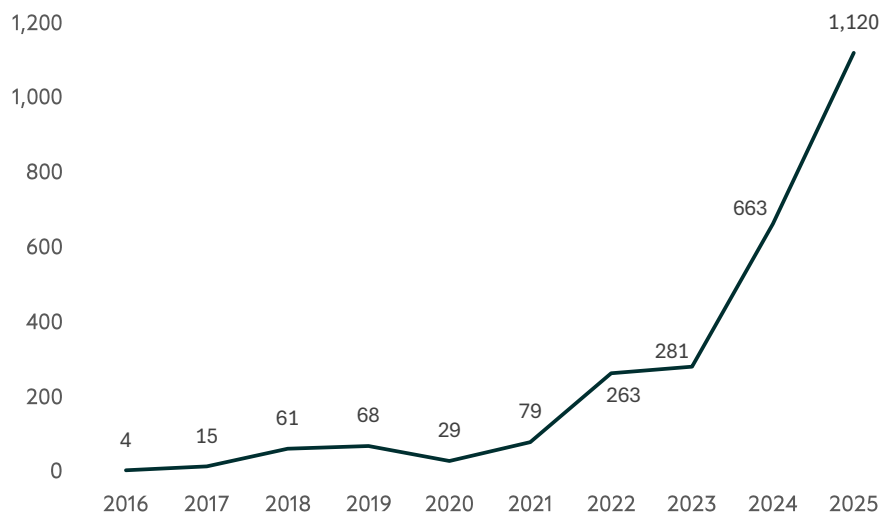
Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

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

Στο πλαίσιο αυτό και με βάση όσα προαναφέρθηκαν, ενισχύουμε σε ουδέτερη την άποψή μας για την μετοχική αγορά των ΗΠΑ, ακολουθώντας μια στρατηγική σε κλαδικό επίπεδο που αποδίδει σε περίπτωση μειώσεων των επιτοκίων και προφυλάσσει από πιθανές αδυναμίες της οικονομίας λόγω χειροτέρευσης της αγοράς εργασίας και της μελλοντικής κατανάλωσης. **Στο βαθμό που διατηρηθεί η ανοδική τάση των μετοχών, είναι πολύ πιθανό αυτό να συμβεί με άνοδο της μεταβλητότητας** αντί με την συνηθισμένη πτώση. Οι διαταράξεις αυτές θα προκαλούν πιέσεις μεγαλύτερες ενός συνηθισμένου bull-market. Οι ολοένα αυξανόμενες επενδύσεις σε έναν τομέα με μη δοκιμασμένες αποδόσεις παράλληλα με την επιδείνωση των ταμειακών διαθέσιμων των εταιρειών, σε ένα περιβάλλον υψηλής κεφαλαιακής συγκέντρωσης και αποτιμήσεων όπως και υπερβολικής ευφορίας, θα συνηγορούσαν σε ένα τέτοιο φαινόμενο, το οποίο χαρακτήρισε και την περίοδο 1996-2000. **Σε αυτό το σημείο σημειώνουμε ότι η περίοδος Σεπτεμβρίου - Οκτωβρίου είναι ιστορικά περίοδος αυξημένης μετοχικής μεταβλητότητας.**

Σε κλαδικό επίπεδο θεωρούμε πως οι κλάδοι ανάπτυξης και οι κυκλικοί θα είναι αυτοί που θα αποδώσουν στο σενάριο των διαδοχικών μειώσεων των επιτοκίων και της μη επιδείνωσης/χαλάρωσης των μακροοικονομικών μεγεθών. Πιο συγκεκριμένα ο κλάδος των **Υπηρεσιών Επικοινωνίας** συνδυάζει προοπτικές ανάπτυξης με δυνατά θεμελιώδη στοιχεία όπως το P/CF και EV to EBITDA. Επιπρόσθετα, το αφήγημα της τεχνητής νοημοσύνης και οι εταιρίες που σχετίζονται με αυτή υπόσχονται ανάπτυξη άνω του 30% και κατέχουν το 41% της κεφαλαιοποίησης του S&P 500. Σύμφωνα με τα παραπάνω, μεταβάλλουμε σε ουδέτερη (neutral) από ήπια αρνητική την άποψή μας για τον κλάδο της Τεχνολογίας, καθώς παραμένει ελκυστικός με την επιφύλαξη όμως για το ευρύ κενό μεταξύ επενδυόμενων κεφαλαίων στην έρευνα και την απόδοση αυτών. Από τους κυκλικούς κλάδους προτιμούμε (overweight) τις **Τράπεζες** καθώς

S&P 500 Επαναγορές ιδίων μετοχών (\$ Δισ.)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Κυκλικοί κλάδοι λογικά αποτιμημένοι προφυλάσσουν στην περίπτωση επιβράδυνσης και όχι ύφεσης

παρουσιάζουν σημαντικό περιθώριο ανόδου και η δυνητική συνέχιση των μειώσεων των επιτοκίων αφενός απελευθερώνει διαθέσιμα κεφάλαια για επανεπένδυση και αφετέρου ωφελούνται τόσο από τη μεγέθυνση του εύρους των επιτοκίων καταθέσεων – δανείων, όσο και από το γενικότερο deregulation του κλάδου. Επιπλέον, ο κλάδος παρουσιάζει το χαμηλότερο PEG Ratio και P/BK και ικανοποιητικές μερισματικές αποδόσεις εντείνοντας την επενδυτική του ισχύ. Ταυτόχρονα, διατηρούμε την θετική μας άποψη για τον κλάδο της **Ενέργειας** καθώς προβλέπεται να αποδώσει περαιτέρω τόσο από την ανάπτυξη της οικονομίας όσο και από την αύξηση της εγχώριας μεταποίησης. Επίσης ο κλάδος παρουσιάζει λόγο τιμής/κέρδους χαμηλότερο από τον μέσο όρο της δεκαετίας και διαπραγματεύεται με την μεγαλύτερη μερισματική απόδοση σε συνδυασμό με την χαμηλότερο Debt to Equity μεταξύ των κλάδων. Αναφορικά με την περίπτωση δυνητικής διόρθωσης σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο οι αμυντικοί κλάδοι (χαμηλότερο beta) προστατεύουν από την αύξηση των διακυμάνσεων αλλά και σε μεσοπρόθεσμο επίπεδο λειτουργούν ως παράγοντες αντιστάθμισης στο σενάριο μιας επιβράδυνσης της οικονομίας. Πιο συγκεκριμένα, από τους αμυντικούς κλάδους, συνεχίζουμε να προτιμούμε τις εταιρείες **Κοινής Ωφέλειας** (Utilities) καθώς συνδυάζουν υψηλή μερισματική απόδοση με χαμηλές αποτιμήσεις P/BK, EV to EBITDA και P/CF. Ταυτόχρονα, το χαμηλό P/E που διαπραγματεύεται και 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 έχει υποαποδόσει σημαντικά έναντι του S&P 500 και διαπραγματεύεται με χαμηλό P/E και δυνατά θεμελιώδη. Επιπλέον, η ανελαστικότητα της ζήτησης θωρακίζει σε περιόδους επιβράδυνσης. Τέλος, συνεχίζουμε να επιλέγουμε τους **Dividend Aristocrats** καθώς μεγάλος όγκος των εταιριών του κλάδου έχει αυξήσει σημαντικά την μερισματική απόδοση, γεγονός που υπόσχεται μια ασφάλεια σε περιόδους αυξημένης αβεβαιότητας αλλά και μεγαλύτερο όφελος στην χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής.

Η εκτίμηση για την κερδοφορία των εταιριών εξαρτάται από την πορεία των μακροοικονομικών στοιχείων της ΕΖ. Οι δασμοί, η ισχυροποίηση του ευρώ, η δημοσιονομική μεταρρύθμιση της Γερμανίας και το πακέτο φορολογικών ελαφρύνσεων των επιχειρήσεων θα επηρεάσουν τα κέρδη.

3.2 Ευρωζώνη :

Ήπια Αρνητική άποψη

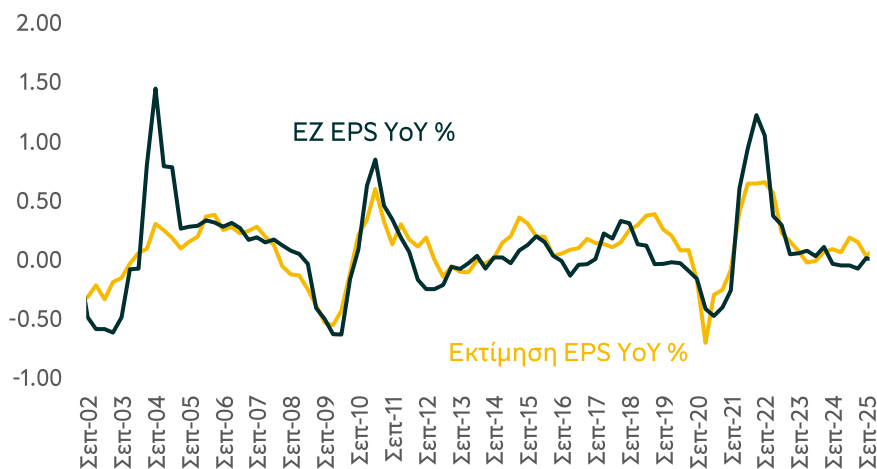
Το γ' τρίμηνο του έτους ο Euro Stoxx κινήθηκε ανοδικά (+4,2%) υποαποδίδοντας ωστόσο του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI (+7,7%) World. Στη Γερμανία, η εξαγγελία για δημοσιονομική μεταρρύθμιση σε επενδύσεις στον τομέα της άμυνας και των υποδομών και η έγκριση του πακέτου φορολογικών ελαφρύνσεων για επιχειρήσεις με στόχο την επανεκκίνηση της ανάπτυξης θα ενισχύσουν την οικονομία ωστόσο σύμφωνα με τις εκτιμήσεις των αναλυτών αυτό θα πραγματοποιηθεί το επόμενο έτος με την αβεβαιότητα υλοποίησης να εκτιμάται ιδιαίτερα υψηλή. Τα μακροοικονομικά στοιχεία της Ευρωζώνης (ΕΖ) συνέχισαν να είναι ελαφρώς

θετικά το προηγούμενο τρίμηνο και τα στοιχεία για τον πληθωρισμό διαμορφώθηκαν στα επιθυμητά επίπεδα σύμφωνα με την ΕΚΤ. Η Κεντρική Τράπεζα διατήρησε αμετάβλητα τα παρεμβατικά επιτόκια της, καθώς ο πληθωρισμός εξελίσσεται σύμφωνα με τις προβλέψεις της. Σύμφωνα με τις νέες μακροοικονομικές εκτιμήσεις προβλέπεται υψηλότερος ρυθμός ανάπτυξης για φέτος στο 1,2%, αλλά για το επόμενο έτος μειώθηκε οριακά στο 1,0%. Οι πολιτικές εξελίξεις στην Γαλλία προκαλούν και πάλι εστία αβεβαιότητας σε αντίθεση με τις οικονομίες της περιφέρειας. Ως αποτέλεσμα ο οίκος Fitch υποβάθμισε την πιστοληπτική ικανότητα της Γαλλίας, ενώ την αναβάθμισε για την Ισπανία και την Πορτογαλία.

Οι εκτιμήσεις για την κερδοφορία των εταιριών του Euro Stoxx (EPS) είναι θετικές αλλά σε σχέση με τις υπόλοιπες αγορές, παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα (5%-6%) για το 2025.

Η ανάκαμψη των μακροοικονομικών στοιχείων γίνεται με αργούς ρυθμούς ενώ η επίπτωση των δασμών και η συνεχιζόμενη ενίσχυση του ευρώ αναμένεται να πλήξουν τα κέρδη των εταιριών. Σύμφωνα με τα στοιχεία που επηρεάζουν τα κέρδη των εταιριών της ΕΖ, όπως η κερδοφορία των εταιριών στις ΗΠΑ, η ισοτιμία του ευρώ έναντι του δολαρίου, το spread των 10ετών ομολόγων της ΕΖ με τις ΗΠΑ, η εκτίμηση μας 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 ανοδική της κίνηση από την αρχή του έτους 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

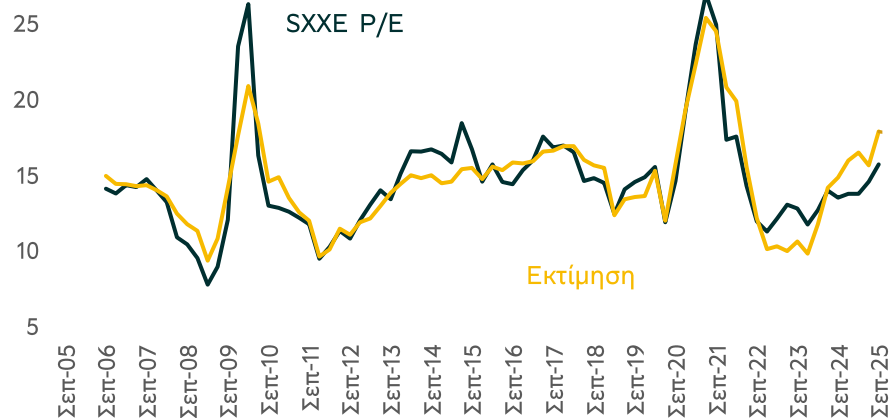
πολιτική έχει γίνει πιο υποστηρικτική από την ΕΚΤ και ο ρυθμός αύξησης της προσφοράς χρήματος M1 συνεχίζει να κινείται ανοδικά, ωστόσο χρειάζεται η ανάκαμψη της οικονομικής δραστηριότητας των μεγαλύτερων οικονομιών της ΕΖ (Γερμανίας Γαλλίας). Παρότι διατηρείται η αβεβαιότητα για την οικονομία της ΕΖ αναμένεται κάποια σύγκλιση του P/E της με το P/E του αμερικανικού δείκτη.

Η δημοσιονομική χαλάρωση και το πακέτο των φορολογικών ελαφρύνσεων για τις επιχειρήσεις στη Γερμανία θα έχει θετική επίπτωση στην κερδοφορία των εταιριών η οποία θα εμφανιστεί από το 2026 και μετά. Από την άλλη πλευρά, το ισχυρό ευρώ αναμένεται να πλήξει την κερδοφορία των ευρωπαϊκών μετοχών. Η αβεβαιότητα για την οικονομία παραμένει, ωστόσο η δημοσιονομική χαλάρωση και οι σχετικά χαμηλές αποτιμήσεις εμποδίζουν την πτώση των τιμών της αγοράς. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την ΕΖ.**

Με την αβεβαιότητα για την δυναμική της ανάπτυξης στην Ευρωζώνη να παραμένει, διατηρούμε το μείγμα αμυντικών και κυκλικών κλάδων με αποτιμήσεις οι οποίες να μπορούν να αντέξουν μια σχετικά περιορισμένη αρνητική έκπληξη.

Euro Stoxx P/E & Εκτίμηση P/E

Συνδυασμός αμυντικών και κυκλικών κλάδων με λογικές αποτιμήσεις



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι κλάδοι που ξεχώρισαν σε απόδοση το γ' τρίμηνο του έτους ήταν οι Τράπεζες, τα Χρηματοοικονομικά, η Ενέργεια και η Βιομηχανία, ενώ τις μεγαλύτερες απώλειες κατέγραψαν οι κλάδοι των Ακινήτων, των Υπηρεσιών Επικοινωνίας και των Μη Κυκλικών Προϊόντων.

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

Ο κλάδος των Υπηρεσιών Επικοινωνίας εμφανίζει δυνατά θεμελιώδη στοιχεία. Παρά την αδυναμία του παρουσίασε στο τελευταίο τρίμηνο από την αρχή του έτους έχει καταγράψει σημαντική άνοδο. Οι συνεχιζόμενες επενδύσεις για τον εκσυγχρονισμό των δικτύων και την κάλυψη της αυξανόμενης ζήτησης για ψηφιακές υπηρεσίες θα οδηγήσουν στην περαιτέρω ανάπτυξή τους, με τους αναλυτές να αναμένουν σημαντική άνοδο των EPS για το 2025 και για το επόμενο έτος. Οι αποτιμήσεις του κλάδου παραμένουν σε λογικά επίπεδα. **Ο κλάδος των Τραπεζών** συνέχισε την ανοδική του πορεία και το γ' τρίμηνο, παραμένοντας φθηνός κλάδος σε όρους αποτιμήσεων (P/E 9x) με υψηλή μερισματική απόδοση (5,6%). **Ο κλάδος της Κοινής Ωφελείας** είναι αμυντικός. Παρά την αδυναμία που παρουσίασε στο τελευταίο τρίμηνο, από την αρχή του έτους έχει καταγράψει σημαντική άνοδο. Ο κλάδος διατηρεί ελκυστική αποτίμηση με P/E 13,2x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,2%). **Ο κλάδος των Ακινήτων** παρ' ότι υποαπέδωσε το γ' τρίμηνο, οι προσδοκίες για την κερδοφορία των εταιριών έχουν ενισχυθεί για το τρέχον έτος. Παρουσιάζει ελκυστική αποτίμηση με P/E 12,1x και υψηλή μερισματική απόδοση (5,5%).

3.3 Ιαπωνία, Αναδυόμενες Αγορές|Κίνα:

Ήπια Αρνητική και Ουδέτερη

Η ιαπωνική μετοχική αγορά σημείωσε σημαντική άνοδο το γ' τρίμηνο του έτους (+11%) και υπεραπέδωσε του παγκόσμιου μετοχικού δείκτη MSCI World (+7.7%). Τα μακροοικονομικά στοιχεία της χώρας συνεχίζουν να βελτιώνονται σταδιακά, ενώ οι πληθωριστικές πιέσεις αποκλιμακώθηκαν το τελευταίο τρίμηνο. Η Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας διατήρησε αμετάβλητο το επιτόκιο τον Σεπτέμβριο, αυξάνοντας τον ρυθμό μείωσης του ενεργητικού της. Οι προβλέψεις του ΔΝΤ για το ΑΕΠ ενισχύθηκαν ελαφρώς σε 0,7% για το 2025.

Η εκτίμηση της κερδοφορίας για τις εταιρίες του ιαπωνικού δείκτη TOPIX έχει υποχωρήσει σε σχέση με το προηγούμενο τρίμηνο για το 2025, καθώς η επιβολή των δασμών θέτει σε κίνδυνο την κερδοφορία των εταιριών. Σε όρους αποτίμησης (P/E 15,2x) η μετοχική αγορά είναι φθηνότερη από την αμερικανική αλλά ακριβότερη από την ευρωπαϊκή αγορά. **Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία.**

Μεταβάλλουμε την άποψή μας για τις Αναδυόμενες Αγορές από ήπια αρνητική σε ουδέτερη.

Το γ' τρίμηνο ο δείκτης των αναδυόμενων αγορών (AA) σε δολάριο συνέχισε να υπεραποδίδει (10,6%) του μετοχικού δείκτη MSCI World (7,7%). Η ανάπτυξη των AA παραμένει σαφώς υψηλότερη των ανεπτυγμένων αγορών, το ΑΕΠ αναμένεται να παραμείνει σε σταθερά επίπεδα το 2025 σε σχέση με το

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

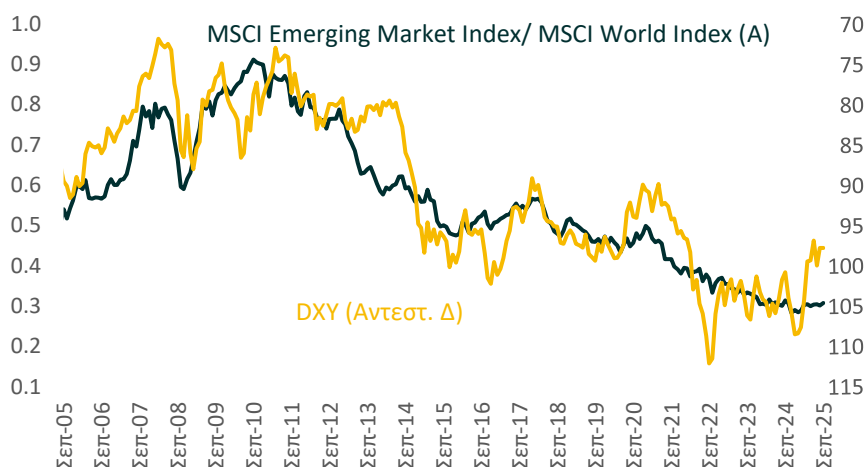
Η παραμονή του δολαρίου σε χαμηλά επίπεδα σε συνδυασμό με τις διαφαινόμενες ανοδικές τάσεις των επιτοκίων στις ΗΠΑ θα επηρεάσουν θετικά τις μετοχικές αγορές στις ΑΑ

προηγούμενο έτος, ενώ βελτίωση αναμένεται για την επόμενη χρονιά. Το Μεξικό και η Κίνα επηρεάζονται περισσότερο από τους αμερικανικούς δασμούς ενώ οι υπόλοιπες οικονομίες σημειώνουν επιτάχυνση της ανάπτυξης. Ο πληθωρισμός βαίνει μειούμενος και οι Κεντρικές Τράπεζες κρατούν στάση αναμονής ή προχωρούν σε μειώσεις επιτοκίων. Η παραμονή του δολαρίου σε χαμηλότερα επίπεδα και η έναρξη του κύκλου μείωσης των επιτοκίων από τη FED τον Σεπτέμβριο επιδρούν θετικά στις αποδόσεις των μετοχικών αγορών στις ΑΑ.

Η εκτίμηση της κερδοφορίας για το σύνολο των αναδυόμενων αγορών παραμένει υψηλότερη από της ΕΖ και σε όρους αποτίμησης (P/E 13,3x) βρίσκεται σε χαμηλότερο επίπεδο από αυτό της ΕΖ.

Η υψηλότερη κερδοφορία σε συνδυασμό με χαμηλές αποτιμήσεις αφ' ενός και το ασθενές δολάριο σε συνδυασμό με καθοδικές τάσεις των επιτοκίων στις ΗΠΑ αφ' ετέρου μας οδηγούν στις μεταβολή της άποψής μας σε ουδέτερη από ήπια αρνητική.

Δείκτης Αναδυόμενων / Ανεπτυγμένων Αγορών & Δείκτης Δολαρίου



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν, ωστόσο η ικανοποιητική ανάπτυξη και οι τρέχουσες χαμηλές αποτιμήσεις προφυλάσσουν τις κινεζικές μετοχές από υποαπόδοση έναντι των λοιπών ΑΑ

Στην Κίνα ο μετοχικός δείκτης σημείωσε σημαντική άνοδο (MSCI China USD +20,7%) υπεραποδίδοντας των βασικών μετοχικών αγορών καθώς η εμπορική συμφωνία με τις ΗΠΑ ήρε μέρος της αβεβαιότητας για την οικονομία. Πολλές αβεβαιότητες παραμένουν όπως αυτή της αγοράς ακίνητων, η ήπια ακόμα πιστωτική δυναμική. Όμως, ακόμα και με μια πιθανή επιβράδυνση στο ΑΕΠ από το υψηλότερο του αναμενόμενου (5,2%), **ο συνδυασμός μιας ικανοποιητικής ανάπτυξης με τις χαμηλές ακόμα αποτιμήσεις αλλά και την πολύ θετική εικόνα του κλάδου τεχνολογίας (P/E 19x, και EPS 44,3% ετησίως vs 29x και 20% για τον αντίστοιχο αμερικανικό κλάδο) αναμένεται να «προφυλάξουν» τις κινεζικές μετοχές** από πιθανή υποαπόδοση σε σχέση με τις υπόλοιπες αναδυόμενες.

4.1 ΗΠΑ| Κρατικά:

Υποβαθμίζουμε σε ουδέτερη την άποψή μας.

Υποβαθμίζουμε σε ουδέτερη την άποψή μας, καθώς μεγάλο μέρος των μειώσεων επιτοκίων έχει ενσωματωθεί και παραμένουν τα ρίσκα του εμπορικού πολέμου, της δημοσιονομικής προσαρμογής και της ανεξαρτησίας της Fed

Οι αποδόσεις των αμερικανικών ομολόγων **παρέμειναν σε εύρος διακύμανσης (4-4,5%), επιχειρώντας ωστόσο να διασπάσουν ανεπιτυχώς το κατώτερο εύρος. Μετά τη σύσκεψη της Fed η αμερικανική 10ετία κατέγραψε χαμηλό (3,99%), στη συνέχεια ωστόσο επέστρεψε στην περιοχή του 4,1%.** Ενδεικτικά, ο δείκτης μεταβλητότητας MOVE κατέγραψε τον Σεπτέμβριο χαμηλό από τις αρχές του 2022, προτού ξεκινήσει ο κύκλος ανόδου της Fed.

Η αγορά ομολόγων έχει εστιάσει στις εκτιμώμενες από την Fed μειώσεις επιτοκίων και τον ρυθμό με τον οποίο θα συμβούν. Από την ομιλία του Προέδρου της Fed (J. Powell) **στο Jackson Hole υπογραμμίστηκε η έμφαση που δίνει η Ομοσπονδιακή Τράπεζα στις ενδείξεις αδυναμίας της αγοράς εργασίας** σηματοδοτώντας την πρώτη μείωση επιτοκίων για το 2025 και έτσι σταδιακά αποκλιμακώθηκαν οι αποδόσεις. Στη συνέχεια οι εκτιμήσεις των μελών της Fed (Summary of Economic Projections) εμφανίστηκαν πιο dovish σε σχέση με τον Ιούνιο ενισχύοντας τις εκτιμήσεις της προθεσμιακής αγοράς για μειώσεις επιτοκίων. Η αμερικανική 10ετία έχασε ενδοσυνεδριακά και τα επίπεδα του 4%, όταν οι αιτήσεις επιδομάτων ανεργίας έφτασαν σε υψηλό 4ετίας. Ωστόσο στη συνέχεια όταν φάνηκε ότι αυξήθηκαν παροδικά (μετανάστευση στο Τέξας) οι αποδόσεις επέστρεψαν εντός του ορίου διακύμανσης.

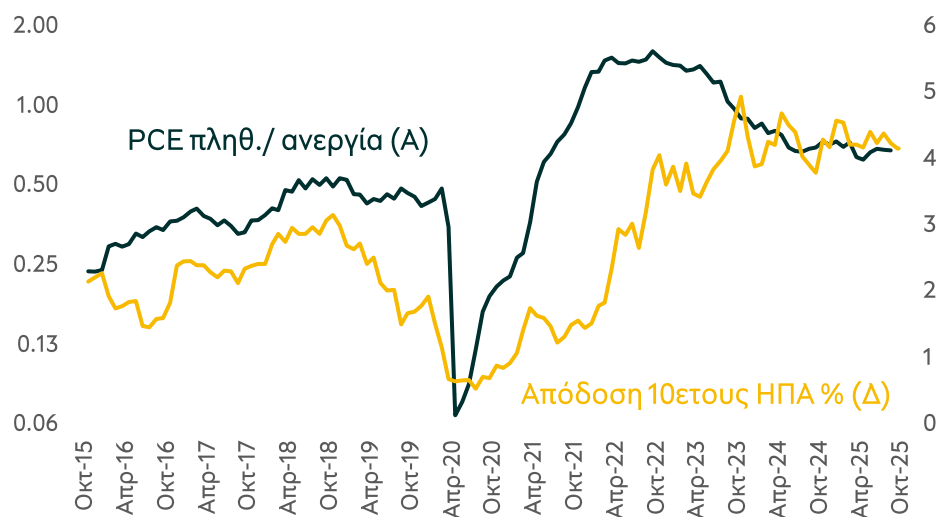
Στην προηγούμενη στρατηγική μας είχαμε ήπια θετική στάση καθώς αν και εκτιμούσαμε ότι οι αποδόσεις θα διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης, οι κίνδυνοι για την ανάπτυξη ήταν υψηλότεροι από ότι η αγορά προεξοφλεί. Πράγματι, όπως έδειξαν οι θέσεις εργασίας εκτός αγροτικού τομέα και οι καθοδικές αναθεωρήσεις στα στοιχεία των προηγούμενων μηνών οι κίνδυνοι παραμένουν. **Ωστόσο, μεταβάλλουμε την άποψή μας από ήπια θετική σε ουδέτερη** για μια σειρά από λόγους. Αρχικά στα παρόντα επίπεδα της αμερικανικής 10ετίας, θεωρούμε ότι μεγάλο μέρος από τις μειώσεις των επιτοκίων είναι προεξοφλημένο.

Αν και συνολικά οι προβλέψεις των μελών της Fed (dot plot) ήταν πιο dovish, ωστόσο στη συνέντευξη τύπου που ακολούθησε **ο Powell δεν ανέφερε ένα νέο κύκλο μείωσης επιτοκίων, αλλά ένα risk management cut.** Ακολουθώντας την ρητορική των περισσότερων Κεντρικών Τραπεζών, δεσμεύτηκε ότι θα ακολουθήσει μια data dependent approach, τονίζοντας ότι το μονοπάτι της ταυτόχρονης τιθάσευσης του πληθωρισμού και προστασίας της αγοράς εργασίας ενέχει κινδύνους. Επομένως ο κίνδυνος να μην είναι τόσο συνεπής η Fed με τις προσδοκίες της αγοράς είναι υπαρκτός και μη τιμολογημένος. Για να διασπαστεί καθοδικά και πειστικά το κατώτερο εύρος διακύμανσης θα πρέπει να επιδεινωθεί σημαντικά η εικόνα της αγοράς

εργασίας. Όταν τον Απρίλιο στο Liberation Day η αμερικανική 10ετία διαπραγματεύτηκε μέχρι τα επίπεδα του 3,85%, **η πιθανότητα ύφεσης της οικονομίας ξεπερνούσε το 60%. Το ποσοστό αυτό σήμερα είναι σημαντικά χαμηλότερο. Αρκετοί μακροοικονομικοί δείκτες βελτιώνονται ή παραμένουν ανθεκτικοί (λιανικές πωλήσεις, ΑΕΠ, βιομηχανική παραγωγή, ISM, Philadelphia Fed) εκτός από την αγορά κατοικίας και εργασίας.**

Παράλληλα, οι θετικές επιπτώσεις του νομοσχεδίου One Big Beautiful Act (OBBA) αναμένεται να εμφανιστούν το επόμενο έτος στηρίζοντας την ανάπτυξη. Παράγοντα αβεβαιότητας τόσο σχετικά με ενδεχόμενες πληθωριστικές πιέσεις όσο και για την ανάπτυξη συνεχίζουν και αποτελούν οι επιπτώσεις των δασμών. Αν και πολλές εταιρείες δεν μετακύλησαν το κόστος, είτε βελτιστοποιώντας την εφοδιαστική τους αλυσίδα είτε μειώνοντας τα περιθώρια κέρδους τους (ή προχώρησαν σε πόλεμο τιμών με σκοπό να ενισχύσουν τα μερίδια αγοράς τους), ο κίνδυνος να περάσει στις τιμές το αυξημένο κόστος παραμένει υψηλός ασκώντας πληθωριστικές πιέσεις και διαταράσσοντας τις προεξοφλημένες μειώσεις επιτοκίων. Το κυβερνητικό shutdown, και η διάρκειά του στις ΗΠΑ ενισχύει την βραχυπρόθεσμη αβεβαιότητα. Τέλος, παραμένει η εκκρεμότητα της οριστικής απόφασης του Ανώτατου Δικαστηρίου σχετικά με την συνταγματικότητα των δασμών.

Δείκτης PCE πληθ./ανεργία & 10ετές ομόλογο ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Όπως φαίνεται και στο ανωτέρω διάγραμμα, στην παρούσα συγκυρία **ο λόγος πληθωρισμού / ανεργίας έχει σταθεροποιηθεί** καθώς άνοδοι στις τιμές αντισταθμίζονται από την άνοδο της ανεργίας. Αυτή η δυναμική, που σχεδιαγραφεί και το δίλημμα της Fed, αν συνεχιστεί θα συνηγορούσε και σε μια παράλληλη διακύμανση και των αποδόσεων των ομολόγων.

Η αγορά αν και δεν προβλέπει πλέον σημαντική επιδείνωση του δημοσιονομικού ελλείματος, διατηρεί τις επιφυλάξεις της σχετικά με το πώς δεν θα συμβεί δημοσιονομικός εκτροχιασμός και αν τα έσοδα από δασμούς θα υπερκεράσουν τις φοροαπαλλαγές. Σε ένα ευρύτερο πρίσμα παρακολουθούμε και την αύξηση του **παγκόσμιου χρέους σε επίπεδα ρεκόρ** σύμφωνα με το IIF (Ινστιτούτο Διεθνών Χρηματοοικονομικών).

Ταυτόχρονα, η πολιτική βούληση για παρεμβάσεις στην Fed, αν και επισήμως δεν αμφισβητείται η ανεξαρτησία της, δεν αποτελεί θετικό οίονο για τα αμερικανικά assets και κατά επέκταση για τα αμερικανικά ομόλογα. Κίνδυνο για την στρατηγική μας αποτελεί **το γεγονός να επιδεινωθεί σημαντικά η αγορά εργασίας** (πιθανά συνεχόμενοι μήνες με αρνητικές νέες θέσεις εργασίας) και να ανέβει το ποσοστό ανεργίας, γεγονός στο οποίο η Fed έχει επανειλημμένως τονίσει ότι θα δράσει αποφασιστικά.

4.2 ΗΠΑ | Εταιρικά:

Ουδέτερη άποψη στα IG, Ήπια Αρνητική στα HY

Ουδέτερη άποψη για τα IG, καθώς θεωρούμε ότι τα spreads θα διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης. Ήπια Αρνητική άποψη για τα HY, καθώς στα παρόντα επίπεδα εμφανίζονται υπερτιμημένα σε σχέση με τον μετοχικό κίνδυνο

Τα ομόλογα IG και HY υποαπέδωσαν των αμερικανικών treasuries το γ' τρίμηνο, σε μια περίοδο **με περιορισμένη σχετικά μεταβλητότητα, τόσο στην αγορά ομολόγων, όσο και μετοχών. Οι δείκτες μεταβλητότητας MOVE και VIX είτε σημείωσαν χαμηλό από το 2022 (MOVE), είτε παρέμειναν σε χαμηλά επίπεδα**, αντίθετα από την ιστορική εποχικότητα το αντίστοιχο διάστημα (VIX). Τα spreads των IG ομολόγων σημείωσαν τον Σεπτέμβριο χαμηλό (72 μ.β) από το 1998, παραμένοντας στα τρέχοντα επίπεδα (73 μ.β).

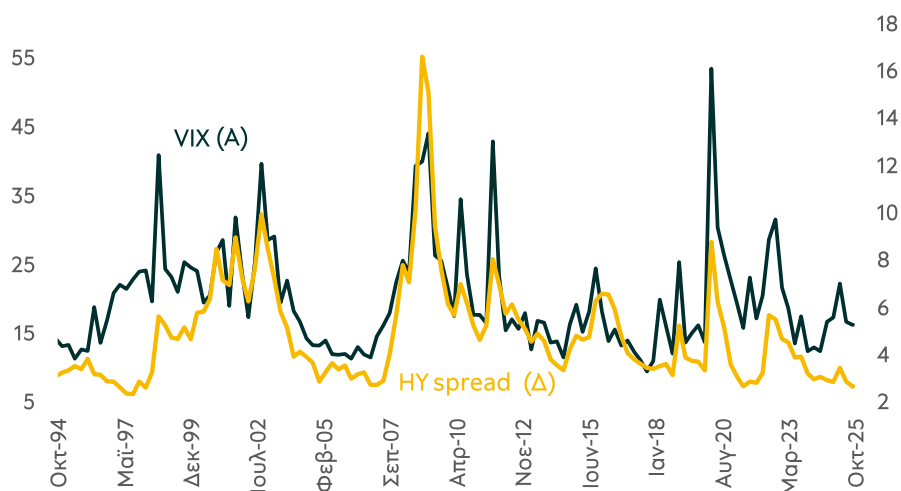
Οι εκδότες των IG ΗΠΑ, ευνοήθηκαν περισσότερο από τις εμπορικές συμφωνίες και την αποκλιμάκωση της ρητορικής του εμπορικού πολέμου, καθώς τα έσοδά τους παρουσιάζουν διαφοροποίηση και προέρχονται από διαφορετικές γεωγραφικές περιοχές. Ενδεχόμενη επιπτώση στους ρυθμούς ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας θα επηρέαζε περισσότερο τα IG ομόλογα από τα HY που παρουσιάζουν μεγαλύτερη έκθεση στην εγχώρια αγορά. **Η κερδοφορία των IG εκδοτών (EBITDA margin adj.) σημείωσε νέο υψηλό (31,57%) από το 2011**, ωστόσο αυτό δεν αντικατοπτρίζεται στις καθαρές ταμειακές ροές, καθώς ο δείκτης FCF/Total Debt βρίσκεται σε χαμηλό (12,94%) ακόμα και από την πανδημία. **Η βελτίωση σε ορισμένα μακροοικονομικά δεδομένα** (μεταποίηση, ανθεκτικότητα ΑΕΠ, λιανικές πωλήσεις, βιομηχανική παραγωγή κ.α.) καθώς και η μικρότερη απόκλιση της θεωρητικής τιμής των spreads σε σχέση με την πραγματική προσφέρουν ενδείξεις αισιοδοξίας ότι **θα συνεχίσουν να διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης** εκτός αν δούμε σημαντική επιδείνωση της αγοράς εργασίας. Η εφαρμογή του **OBBA νομοσχεδίου (One Big Beautiful Act)** και η αναπτυξιακή δυναμική του

αναμένεται ωστόσο να ενισχύσει τον δείκτη το επόμενο έτος. **Για τους παραπάνω λόγους διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας.**

Τα spreads των ΗΥ ομολόγων αποκλιμακώθηκαν σε χαμηλό (259 μ.β) από τον Φεβρουάριο, στη συνέχεια ωστόσο επέστρεψαν στα επίπεδα του καλοκαιριού (270 μ.β).

Ο δείκτης Total Debt/ EBITDA αποκλιμακώθηκε σε χαμηλό από το β' τρίμηνο του 2024 με τον κλάδο των μη κυκλικών προϊόντων να παρουσιάζει την μεγαλύτερη βελτίωση. Ωστόσο, το ποσοστό των μετρητών ως προς το συνολικό χρέος βρίσκεται σε χαμηλό από την πανδημία (11,27%), αντανakλώντας από την θετική πλευρά τις ανάγκες χρηματοδότησης επενδυτικών σχεδίων, από την άλλη όμως καθιστά ευάλωτους τους ΗΥ εκδότες σε μια διόρθωση του κλίματος αφήνοντας τους εκτεθειμένους στις συνθήκες της αγοράς σε περίπτωση που επιχειρήσουν να αυξήσουν την έκδοση νέων ομολόγων (issuance).

VIX index & US High Yield spread



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Το θετικό κλίμα (ιστορικά υψηλά) και η σχετικά περιορισμένη μεταβλητότητα (VIX) στην μετοχική κατηγορία επηρέασαν θετικά τα ΗΥ ομόλογα, τα spreads των οποίων επέστρεψαν στα επίπεδα που βρίσκονταν στα τέλη Δεκεμβρίου. Ταυτόχρονα όμως η αβεβαιότητα σχετικά με το πώς θα επιμεριστεί το κόστος των δασμών παραμένει, με τους ΗΥ εκδότες να έχουν μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη και να είναι περισσότερο ευάλωτοι σε ενδεχόμενο πόλεμο τιμών και απώλεια μεριδίων αγοράς. Το χαμηλό duration των ΗΥ ομολόγων περιορίζει τα οφέλη από τις προσδοκώμενες μειώσεις επιτοκίων της Fed και ήδη αρκετό μέρος από την προσδοκία αυτή είναι ενσωματωμένο στην τιμή.

Όπως φαίνεται και στο διάγραμμα **τα spreads βρίσκονται πολύ χαμηλότερα από την ιστορική τους σχέση με την μετοχική μεταβλητότητα,**

σηματοδοτώντας ότι τα ΗΥ ομόλογα είναι υπερτιμημένα σε σχέση με τον αντίστοιχο μετοχικό κίνδυνο. Με άλλα λόγια, στο βαθμό που η μεταβλητότητα των μετοχών αποτελεί και μια εκτίμηση της πιθανότητας χρεωκοπίας, τα ΗΥ spread προεξοφλούν μια ακόμα χαμηλότερη πιθανότητα. **Συμπερασματικά, διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τα ομόλογα ΗΥ ΗΠΑ.**

4.3 Ευρωζώνη | Κρατικά:

Υποβαθμίζουμε σε ήπια θετική την άποψή μας

Μεταβάλλουμε την άποψή μας από θετική σε ήπια θετική, καθώς παρά τις αβεβαιότητες στην Ευρωζώνη (πολιτική κατάσταση Γαλλίας και αντίκτυπος δημοσιονομικού πακέτου στη Γερμανία, εμπορικός πόλεμος) η ΕΚΤ εμφανίζεται διστακτική σε περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων στα τρέχοντα επίπεδα

Οι αποδόσεις των ομολόγων στην Ευρωζώνη κινήθηκαν **σε περιορισμένο εύρος διακύμανσης** το τελευταίο τρίμηνο και δεν ακολούθησαν την πτωτική πορεία των αντίστοιχων αμερικανικών. Ενδεικτικά η γερμανική 10ετία διαπραγματεύεται τώρα στην περιοχή του 2,7%, ενώ το εύρος της το γ' τρίμηνο ήταν από το 2,54% μέχρι το 2,8%.

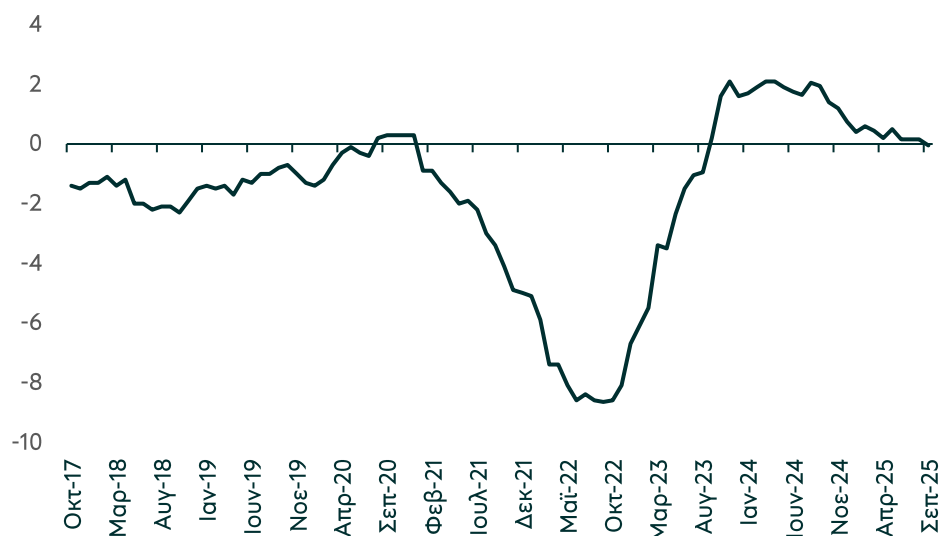
Ο κύριος λόγος δεν εδράζεται στην αναπτυξιακή δυναμική της ευρωπαϊκής οικονομίας, καθώς έχει επηρεαστεί από την συγκυριακή άνοδο του ΑΕΠ της Ιρλανδίας, αλλά από τις **διαφορετικές προοπτικές μείωσης επιτοκίων** των δύο κεντρικών Τραπεζών. Ενώ οι εκτιμήσεις της αγοράς για την Fed σηματοδοτούν αρκετές μειώσεις επιτοκίων μέχρι την εκτίμηση τερματικού επιτοκίου 3%, για την ΕΚΤ δεν προβλέπεται καμία μείωση για το 2025 και για το 2026 οι απόψεις διίστανται. Μετά την υπογραφή της εμπορικής συμφωνίας ΗΠΑ-Ευρωζώνης τα ρίσκα για την ανάπτυξη εμφανίζονται πιο ισορροπημένα όπως τόνισε η Πρόεδρος της ΕΚΤ. Η αγορά αναμένει ότι η Γερμανία με την δημοσιονομική επέκταση που ψήφισε στον προϋπολογισμό θα ενισχύσει την ανάπτυξη τόσο εγχώρια όσο και ευρωπαϊκά. Αν και **το πακέτο δημοσιονομικής τόνωσης είναι πρωτοποριακό για την Γερμανία, υπάρχουν ορισμένα ρίσκα τόσο στην εφαρμογή του** όσο και στην απορρόφηση των πόρων, καθώς όπως έχει τονίσει και ο διοικητής της Bundesbank υπάρχουν ρίσκα τόσο σε γραφειοκρατικά ζητήματα (απλοποίηση διαδικασιών) όσο και σε περαιτέρω ενέργειες που θα πρέπει να γίνουν (π.χ. προσαρμογή στην κλιματική αλλαγή) ώστε να τονωθεί σημαντικά η μακροπρόθεσμη ανάπτυξη.

Παράλληλα, στις υπόλοιπες χώρες παρατηρείται μια **σημαντική διαφοροποίηση**. Οι χώρες του **ευρωπαϊκού νότου** που απολαμβάνουν και υψηλότερους ρυθμούς ανάπτυξης έχουν μειώσει τα spread τους με την Γερμανία σε πολυετή χαμηλά, ενώ στη Γαλλία η κατάσταση είναι διαφορετική. Η αναβάθμιση της πιστοληπτικής αξιολόγησης τόσο της Ισπανίας όσο και της Ιταλίας καταδεικνύουν την ανάκαμψη της περιφέρειας. Η Γαλλία την παρούσα φάση θυμίζει την Ιταλία προ εκλογής Μερόνι. Αν και τα spreads με την Γερμανία δεν έχουν προσεγγίσει τις 100 μ.β. και η αγορά των Credit default

Swaps δείχνει μια ανησυχία αλλά όχι σε υπερβολή, οι ονομαστικές αποδόσεις παραμένουν υψηλές δυσχεραίνοντας τις προσπάθειες νέου δανεισμού. Η **εύθραυστη πολιτική κατάσταση στη Γαλλία** αλλά και τα αρκετά κατακερματισμένα κοινοβούλια στην Ευρώπη ενδυναμώνουν **το πολιτικό ρίσκο**, στο οποίο προς το παρόν η αγορά εμφανίζεται ανεκτική. Η ανεργία στην Ευρωζώνη αν και αυξήθηκε στο 6,3% από 6,2% παραμένει σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα. Η **πορεία των μισθών** στην Ευρωζώνη, αν και για κάποιους συγκυριακούς λόγους (εφαρμογή προσυμφωνημένων αυξήσεων με συνδικάτα) ανέκαμψε τους τελευταίους μήνες, δείχνει πτωτική και με τάση να επιστρέψει σε επίπεδα του 2019 ασκώντας αποπληθωριστικές πιέσεις. Η **anti involution στρατηγική της Κίνας**, η οποία έχει ως στόχο να αποτρέψει πόλεμο τιμών στις κινεζικές επιχειρήσεις δεν αναμένεται να αποφέρει άμεσα αποτελέσματα με συνέπεια οι αποπληθωριστικές πιέσεις να συνεχίζουν να επηρεάζουν την ΕΖ.

Την περίοδο 2017-2020 τα πραγματικά ευρωπαϊκά επιτόκια ήταν αρνητικά, καθώς υπήρχε η ανάγκη τόνωσης της ανάπτυξης. Μετά περίοδο του covid ωστόσο και μετά την άνοδο του πληθωρισμού, η περιοριστική πολιτική της ΕΚΤ τα οδήγησε σε θετικά επίπεδα. Σήμερα, μετά τις μειώσεις επιτοκίων στο 0%, καθώς η ΕΚΤ θεωρεί ότι με το δημοσιονομικό πακέτο της Γερμανίας η ανάπτυξη θα διαχυθεί και στην υπόλοιπη Ευρωζώνη και δεν χρειάζονται περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων. Θεωρούμε ότι τελικά η ΕΖ θα χρειαστεί αρνητικά πραγματικά αλλά η αβεβαιότητά σχετικά με τον χρονισμό είναι αυξημένη.

Πραγματικό επιτόκιο (ΕΚΤ)



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Μεταβάλλουμε την άποψή μας από θετική σε ήπια θετική, καθώς παρατηρούμε ότι η ΕΚΤ έχει μια ασύμμετρη προσέγγιση στον στόχο του πληθωρισμού, δηλαδή είναι πιθανότερο να ανεχθεί για κάποιο χρονικό

διάστημα πληθωρισμό χαμηλότερο του στόχου και να μην προβεί σε μειώσεις επιτοκίων παρά υψηλότερο.

Στην άποψη αυτή συνηγορεί και το γεγονός ότι η Πρόεδρος της στην πρόσφατη συνέντευξη τύπου **αποκάλεσε μικρή απόκλιση (small deviation) τα στοιχεία πληθωρισμού επιμέρους χωρών που ήταν χαμηλότερα του στόχου του 2%.** Τα μέλη της ΕΚΤ σε δηλώσεις τους εμφανίζονται διχασμένα σχετικά με την ανάγκη μείωσης των επιτοκίων, ενώ ορισμένα κάνουν λόγο και για πιθανή αύξηση. Παράλληλα, **η μεταρρύθμιση στα ολλανδικά συνταξιοδοτικά ταμεία,** αν και η εφαρμογή της πήρε μικρή παράταση, μακροπρόθεσμα θα ασκήσει πιέσεις στις αποδόσεις των ομολόγων. Με απλά λόγια, με βάση νέους κανονιστικούς περιορισμούς στη διαχείριση κινδύνου τα ταμεία θα μπορούν να αυξήσουν δυνητικά την έκθεσή τους σε κίνδυνο (μετοχές) ρευστοποιώντας θέσεις σε κρατικά ομόλογα που θεωρούνται χαμηλότερου σταθμισμένου κινδύνου. Η αγορά ομολόγων θα έχει ένα δυνητικό πωλητή, όπως ενδεχομένως να συμβεί και με ιαπωνικά συνταξιοδοτικά ταμεία, τα οποία σε περίπτωση πτώσης των ιαπωνικών ομολόγων θα ρευστοποιήσουν θέσεις σε άλλες αγορές μεταξύ αυτών και η ευρωπαϊκή για να καλύψουν δυνητικές ζημιές. Ταυτόχρονα, **η έκδοση νέων ομολόγων στον γερμανικό προϋπολογισμό ήταν κατά περίπου 10% υψηλότερη από τις εκτιμήσεις της αγοράς (αυξημένο issuance).**

Κίνδυνοι για τη στρατηγική μας αποτελούν οι αβεβαιότητες σχετικά με το ποιες θα είναι οι επιπτώσεις του εμπορικού πολέμου, το σύνθετο γεωπολιτικό περιβάλλον με την γεωγραφική θέση της Ευρώπης να την καθιστά ευάλωτη καθώς και δυνατότερη από το αναμενόμενο οικονομική επιτάχυνση.

Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας καθώς θεωρούμε ότι η θεωρητική τιμή των spreads δεν απέχει σημαντικά από τα τρέχοντα επίπεδα

4.4 Ευρωζώνη | Εταιρικά:

Ουδέτερη στα IG και Ήπια Αρνητική στα HY

Τα spreads των ευρωπαϊκών IG ομολόγων **κατέγραψαν το γ' τρίμηνο χαμηλό από το 2007 (78 μ.β.) και παρέμειναν κοντά στα επίπεδα αυτά,** καθώς υποχώρησε η αβεβαιότητα σχετικά με τον εμπορικό πόλεμο. Η διαφορά των spreads των αμερικανικών IG με τα αντίστοιχα ευρωπαϊκά παραμένει σε αρνητικό έδαφος. Τον Απρίλιο λόγω του Liberation Day η διαφορά τους ήταν θετική, καθώς η αγορά θεωρούσε περισσότερο επικίνδυνα τα αμερικανικά λόγω αμφισβήτησης της αμερικανικής υπεροχής (US exceptionalism theme).

Παρά το εξαιρετικά βελτιωμένο κλίμα από τότε, **ορισμένα θεμελιώδη εμφανίζουν επιδείνωση.** Ο δείκτης μόχλευσης Net Debt/ Adj. EBITDA εμφάνισε υψηλό 4 ετών (2,6x). Ο δείκτης ρευστότητας Cash and Cash Equivalents/Total Debt παρουσίασε το γ' τρίμηνο του 2025 χαμηλό (15,22%) από το 2011, παραμένοντας ωστόσο υψηλότερος από τον αντίστοιχο των αμερικανικών. Διατηρείται η προσδοκία ότι μεγάλοι IG εκδότες ομολόγων θα επωφεληθούν από την δημοσιονομική επέκταση της Γερμανίας και την αύξηση

των αμυντικών δαπανών. Συνεχίζεται η **μεγάλη συσχέτιση με τα αντίστοιχα spread των IG ομολόγων ΗΠΑ**, τα οποία βρίσκονται σε πολυετή χαμηλά επίπεδα. Συνέπεια των ανωτέρω, **παραμένουμε ουδέτεροι στα ευρωπαϊκά IG ομόλογα, θεωρώντας ότι θα διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης αντίστοιχο με του γ' τριμήνου.**

Τα spreads των ευρωπαϊκών ΗΥ ομολόγων αποκλιμακώθηκαν τον Σεπτέμβριο σε χαμηλό (253 μ.β) από το 2018, αντανakλώντας την συνεχή βελτίωση των ισολογισμών, τα μικρά ποσοστά χρεοκοπίας, την χαμηλή μεταβλητότητα στην αγορά ομολόγων (MOVE) και μετοχών (VIX) και το ευνοϊκό επενδυτικό κλίμα στην μετοχική κατηγορία. Στη συνέχεια ανέβηκαν λίγο και διαπραγματεύονται στην περιοχή των 265 μ.β. **Ωστόσο, στα θεμελιώδη δεν υπάρχει η αντίστοιχη ειδυλλιακή εικόνα.** Ο δείκτης κάλυψης υποχρεώσεων (EBITDA/Interest expense) εκτός των χρηματοοικονομικών εταιρειών επέστρεψε στα επίπεδα του δ' τριμήνου του 2024 (4,1x), επίπεδο το οποίο αποτελούσε χαμηλό προ πανδημίας. Το γεγονός προβληματίζει καθώς το μεγαλύτερο μέρος των μειώσεων των επιτοκίων από την ΕΚΤ έχει ήδη συμβεί. Ο δείκτης ρευστότητας Cash and Cash Equivalents/ Total Debt εκτός χρηματοοικονομικών αγορών έχει υποχωρήσει σε χαμηλό (14,1%) πέντε ετών, γεγονός που αφήνει με χαμηλό cash buffer τις εταιρείες σε ενδεχόμενη μεταστροφή του κλίματος.

Τα ρίσκα για την ευρωπαϊκή οικονομία, παρά την θετική πορεία της περιφέρειας και της συνεισφοράς της Ιρλανδίας στο ΑΕΠ παραμένουν. **Οι επιπτώσεις των αυξημένων δασμών στους εκδότες ΗΥ ομολόγων διατηρούνται αβέβαιες** (επιπτώσεις σε margins, κερδοφορία, μερίδια αγοράς), το χαμηλό duration περιορίζει τα όποια οφέλη από ενδεχόμενες νέες μειώσεις επιτοκίων και η γεωγραφική θέση της Ευρώπης την καθιστά ευάλωτη σε γεωπολιτικά και ενεργειακά επεισόδια. Στα τρέχοντα επίπεδα η αγορά εξακολουθεί και προεξοφλεί αρκετά ευνοϊκά σενάρια.

Για τους λόγους αυτούς διατηρούμε την ήπια αρνητική μας άποψη για τα ΗΥ ομόλογα ΕΖ.

Συνάλλαγμα

05

5.1 USD:

Ήπια Αρνητική Άποψη

Η αγορά εστιάζει στην άνοδο του κινδύνου των αμερικανικών αξιών χωρίς όμως να προεξοφλεί αρνητικές εξελίξεις και αδυναμίες στον υπόλοιπο κόσμο

Το δολάριο των ΗΠΑ έχει υποχωρήσει περίπου 10% από την αρχή του έτους. Ωστόσο, το τελευταίο τρίμηνο η δυναμική αυτή έχει εξασθενήσει, με το δολάριο να ενισχύεται κατά περίπου 1% από τα πρόσφατα χαμηλά του. Σε αυτή τη φάση, η Ομοσπονδιακή Τράπεζα των Ηνωμένων Πολιτειών διατηρεί μια πιο χαλαρή νομισματική πολιτική σε σχέση με τις υπόλοιπες βασικές κεντρικές τράπεζες, με τις αγορές να προεξοφλούν μείωση επιτοκίων της τάξης του 1% εντός των επόμενων 12 μηνών.

Το δολάριο φαίνεται να έχει ήδη ενσωματώσει αυτές τις διαφοροποιήσεις στη νομισματική πολιτική. Πέραν αυτού, η βασική αβεβαιότητα σχετίζεται με τις διαφαινόμενες προθέσεις της κυβέρνησης Trump να περιορίσει την ανεξαρτησία της Fed, καθώς και με την πιθανότητα μιας απότομης επιδείνωσης της αγοράς εργασίας στις ΗΠΑ, η οποία θα μπορούσε να οδηγήσει σε πιο επιθετική μείωση επιτοκίων από την κεντρική τράπεζα. Ο δεύτερος αυτός κίνδυνος φαίνεται είτε να έχει εν μέρει προεξοφληθεί ή τουλάχιστον να παραμένει ανενεργός βραχυπρόθεσμα. Ωστόσο, η απώλεια της ανεξαρτησίας της Fed, σε ένα περιβάλλον όπου τα ελλείμματα των ΗΠΑ — τόσο της κεντρικής κυβέρνησης όσο και του ισοζυγίου τρεχουσών συναλλαγών — παραμένουν υψηλά, είναι πιθανό να συνεχίσει να ασκεί πιέσεις στο δολάριο. **Σύμφωνα με τις εκτιμήσεις μας, διάφοροι διαρθρωτικοί παράγοντες της αμερικανικής οικονομίας, όπως τα υψηλά ελλείμματα και η χαμηλή παραγωγικότητα, συνηγορούν υπέρ ενός χαμηλότερου δολαρίου, της τάξης του 7% σε όρους του δείκτη DXY.**

Η αποδυνάμωση του δολαρίου θα μπορούσε να συνεχιστεί **έως το σημείο όπου η αδυναμία του να αρχίσει να αποτελεί αρνητικό παράγοντα για την παγκόσμια οικονομία.** Σε αυτή την περίπτωση, αντιδράσεις από επιμέρους κυβερνήσεις και κεντρικές τράπεζες θα μπορούσαν να ανακόψουν την πορεία αυτή. Εναλλακτικά, η τάση αυτή ενδέχεται να ανακοπεί όταν αρχίσουν να εμφανίζονται ζητήματα δημοσιονομικής σταθερότητας σε άλλες βασικές οικονομίες, όπως η Ιαπωνία και η Γαλλία. Αυτές οι εξελίξεις θα μπορούσαν να αναζωπυρώσουν τη ζήτηση για το δολάριο ως ασφαλές καταφύγιο. **Άλλοι παράγοντες που θα μπορούσαν να οδηγήσουν σε ενίσχυση του δολαρίου** περιλαμβάνουν μια θετική έκπληξη στον μεταποιητικό κύκλο των ΗΠΑ —κάτι που ίσως έχει αρχίσει να διαφαίνεται— καθώς και μια αύξηση της παραγωγικότητας (την οποία θεωρούμε παροδική), πιθανώς συνδεδεμένη με επενδύσεις στην τεχνητή νοημοσύνη.

Μεταβάλλουμε σε ήπια αρνητική (από ουδέτερη) την άποψή μας για το δολάριο των ΗΠΑ.

5.2 EURUSD:

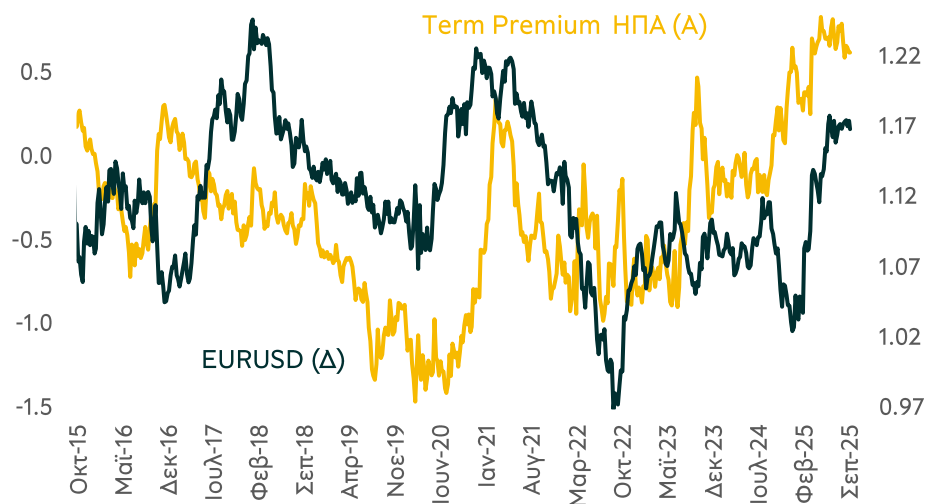
Ήπια Θετική άποψη

Ο κινεζικός αποπληθωρισμός αλλά και η αδυναμία περαιτέρω νομισματικής ολοκλήρωσης αποτελούν μη προεξοφλημένους κινδύνους για το ευρώ

Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο έχει ενισχυθεί κατά περίπου 13% από την αρχή του έτους. Ωστόσο, το τελευταίο τρίμηνο η ανοδική αυτή τάση έχει εξασθενήσει, με το δολάριο να ενισχύεται κατά 0,4% στην ίδια περίοδο. Το spread των διετών ομολόγων Γερμανίας-ΗΠΑ έχει αυξηθεί κατά 58 μονάδες βάσης από την αρχή του έτους και κατά 27 μονάδες βάσης στο γ' τρίμηνο. Αντίστοιχα, στο δεκαετές spread οι αυξήσεις είναι 77 μονάδες βάσης και 19 μονάδες βάσης. Σε όλη την καμπύλη αποδόσεων παρατηρείται υπεροχή των ευρωπαϊκών επιτοκίων, λόγω της σχετικής αισιοδοξίας για την ευρωπαϊκή ανάπτυξη (κυρίως λόγω του γερμανικού δημοσιονομικού πακέτου), αλλά και λόγω της τάσης για χαλαρότερη νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ. Παρόλα αυτά, κατά το προηγούμενο τρίμηνο το ευρώ/δολάριο δεν κατάφερε να κεφαλαιοποιήσει αυτές τις εξελίξεις.

Θεωρούμε ότι τελικά η αγορά συναλλάγματος θα παραμείνει εστιασμένη στην αβεβαιότητα γύρω από την αμερικανική νομισματική και δημοσιονομική πολιτική, και ιδιαίτερα στην αυξανόμενη αβεβαιότητα για τις αμερικανικές αξίες. Οι παρεμβάσεις της κυβέρνησης Trump στη νομισματική πολιτική αποτελούν αρνητικό παράγοντα για το δολάριο, συνεισφέροντας και στην άνοδο του δημοσιονομικού ασφάλιστρου κινδύνου (term premium) ο οποίος αντανακλάται και στην ανοδική τάση της ισοτιμίας ευρώ/δολαρίου. Η δυναμική αυτή ενδέχεται να συνεχιστεί, καθώς υπάρχουν σημαντικές διαρθρωτικές διαφορές, όπως το ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών: -4% του ΑΕΠ στις ΗΠΑ έναντι +3% στην Ευρωζώνη.

EURUSD & Term Premium ΗΠΑ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Αν και σε αυτή τη φάση οι αρνητικοί παράγοντες που θα μπορούσαν να πιέσουν το ευρώ παραμένουν ανενεργοί, εκτιμάται ότι ενδέχεται να επανεμφανιστούν εντός των επόμενων μηνών, ασκώντας πιέσεις στην ισοτιμία. Οι βασικοί κίνδυνοι περιλαμβάνουν: τον κινεζικό αποπληθωρισμό, τις πολιτικές και δημοσιονομικές ανησυχίες στη Γαλλία, την άνοδο της ακροδεξιάς στην Ευρώπη, η οποία εμποδίζει περαιτέρω οικονομική ενοποίηση, όπως και μια πιθανή απογοήτευση από την υλοποίηση του γερμανικού δημοσιονομικού πακέτου.

Λαμβάνοντας υπόψη τα παραπάνω, μεταβάλλουμε τη στάση μας σε ήπια θετική (από αρνητική), αναθεωρώντας τον 12μηνο στόχο για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου στο 1,19 (από 1,17), με εύρος διακύμανσης 1,14 –1,22. (Οι προσδοκίες των αναλυτών διαμορφώνονται υψηλότερα, στο 1,22.)

Το γεν παραμένει το πιο υποτιμημένο από τα βασικά νομίσματα

5.3 USDJPY | EURGBP:

USDJPY: Ήπια Αρνητική Άποψη

Τα spreads ΗΠΑ–Ιαπωνίας έχουν μειωθεί τόσο από την αρχή του έτους όσο και από την αρχή του προηγούμενου τριμήνου. Συγκεκριμένα, το δεκαετές spread έχει μειωθεί κατά περίπου 98 και 30 μ.β αντιστοίχως.

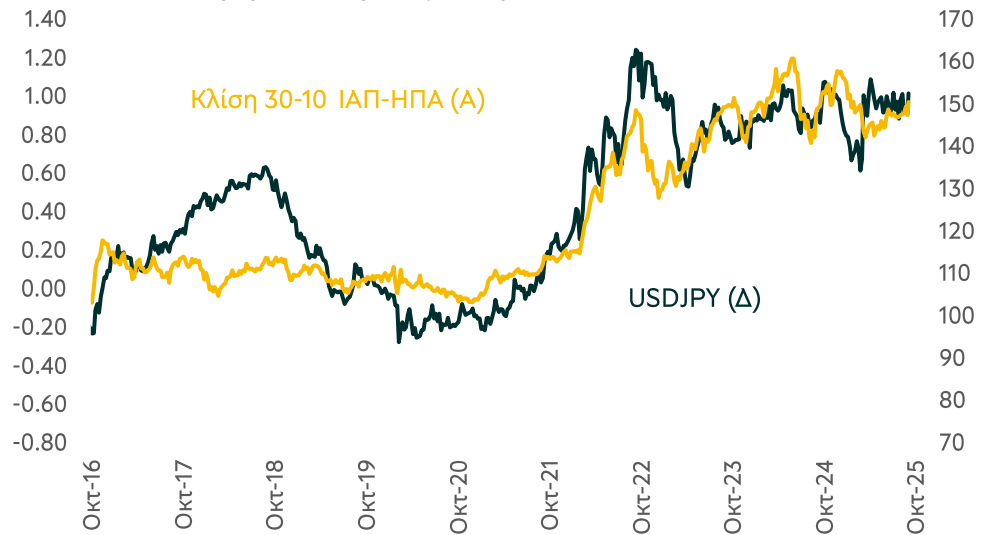
Παρόμοιες είναι και οι εξελίξεις στο διετές spread. Παρότι από την αρχή του έτους η ισοτιμία USD/JPY έχει υποχωρήσει κατά 6%, στο προηγούμενο τρίμηνο το δολάριο ενισχύθηκε πάνω από 3% έναντι του γεν. Μέρος αυτής της διεύρυνσης των spreads ενδέχεται να οφείλεται στην αύξηση του ιαπωνικού δημοσιονομικού ασφάλιστρου κινδύνου (term premium) και όχι μόνο σε προσδοκίες για τη νομισματική πολιτική ή την οικονομική ανάπτυξη.

Ιδιαίτερα μετά την απρόσμενη εκλογή της Takaichi, υπάρχουν ανησυχίες ότι ενδέχεται να υπονομευθεί η δημοσιονομική πειθαρχία και να ασκηθεί πίεση στην Τράπεζα της Ιαπωνίας (BoJ), γεγονός που θα μπορούσε να συγκριθεί με την κρίση των βρετανικών ομολόγων το 2022. Το βασικό μας σενάριο είναι ότι θα ακολουθηθεί μια ήπια δημοσιονομική τόνωση, έως και 1% του ΑΕΠ. Δεδομένου ότι το χρέος της γενικής κυβέρνησης στην Ιαπωνία είναι πολύ υψηλό (περίπου 230% του ΑΕΠ), είναι πιθανό οι ανοδικές πιέσεις να συνεχιστούν βραχυπρόθεσμα. Η άνοδος του ιαπωνικού term-premium προκαλεί άνοδο της κλίσης της καμπύλης αποδόσεων 30-10 στην Ιαπωνία η οποία αντισταθμίζει την αντίστοιχη άνοδο στις ΗΠΑ συνεισφέροντας σε ανοδικές τάσεις στην ισοτιμία USDJPY .

Ωστόσο, μεσοπρόθεσμα αναμένουμε ότι η τάση ενίσχυσης του γεν θα συνεχιστεί, λόγω: της σημαντικής υπεροχής στο εξωτερικό ισοζύγιο (Ιαπωνία: +4,5% του ΑΕΠ, ΗΠΑ: -4%), της σταδιακής μείωσης του λόγου χρέους/ΑΕΠ στην Ιαπωνία (το 2000 ήταν τριπλάσιος σε σχέση με τις ΗΠΑ, σήμερα σχεδόν

διπλάσιος) και τέλος στην χαλαρότερη νομισματική πολιτική στις ΗΠΑ. Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε ήπια αρνητική (από αρνητική) και μετατοπίζουμε ανοδικά τις εκτιμήσεις μας. Σε ορίζοντα έτους συνεχίζουμε να αναμένουμε μια κίνηση προς το 139 (από 135), με ετήσιο εύρος το 139-155 (προσδοκίες αναλυτών 135).

USDJPY & Διαφορά Κλίσης Καμπύλης 30-10 ΗΠΑ/Ιαπωνίας



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

EURGBP:

EURGBP: Ουδέτερη Άποψη

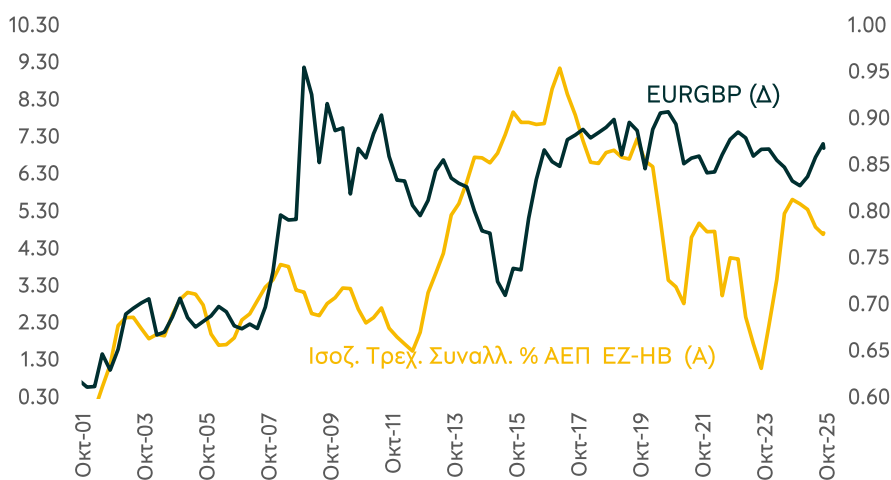
Η ισοτιμία έχει ήδη ενσωματώσει ένα σημαντικό premium βρετανικού δημοσιονομικού κινδύνου

Η ισοτιμία EURGBP βρίσκεται 5,5% υψηλότερα από την αρχή του έτους και περίπου 2% υψηλότερα το προηγούμενο τρίμηνο. Η άνοδος αυτή έχει να κάνει τόσο με τις προσδοκίες χαλαρότερες νομισματικής πολιτικής Ηνωμένο Βασίλειο (ΗΒ) αλλά και τις δημοσιονομικές αβεβαιότητες που επικρατούν. Από την αρχή του χρόνου το 10ετές spread Γερμανίας-ΗΒ έχει ανέλθει περίπου 21 μ.β, άνοδος που αποδίδεται περισσότερο στις θετικές εκτιμήσεις για την ανάπτυξη στην Ευρωζώνη (ΕΖ) δεδομένης της δημοσιονομικής επέκτασης της Γερμανίας. Το τελευταίο τρίμηνο βλέπουμε όμως μια διεύρυνση 10 μ.β υπέρ του Ηνωμένου Βασιλείου γεγονός που ίσως να οφείλεται στην αναζωπύρωση των δημοσιονομικών ανησυχιών στη χώρα αυτή. Έχουμε αναφέρει ότι σε ένα περιβάλλον αμφισβήτησης του δολαρίου, το ευρώ έχοντας υγιέστερα οικονομικά θεμελιώδη αναμένεται να επωφεληθεί έναντι της στερλίνας όχι μόνο λόγω της υπεροχής στη δημοσιονομική θέση (ελλείμματα και χρέος σαν ποσοστό του ΑΕΠ) αλλά και λόγω του θετικού πλεονάσματος τρεχουσών συναλλαγών στο 2,1% σε σχέση με το έλλειμμα του Ηνωμένου Βασιλείου στο 2,6% του ΑΕΠ. Είναι πιθανό η

δυναμική αυτή να έχει σε ένα μεγάλο ποσοστό προεξοφληθεί ενώ παράλληλα παρατηρούμε και ότι οι δημοσιονομικές ανησυχίες στην Μεγάλη Βρετανία ίσως να βρίσκονται προ μιας ύφεσης καθώς δεν βλέπουμε περαιτέρω τάσεις ανόδου της κλίσης καμπύλης 30-10 έτη η οποία το τελευταίο τρίμηνο είναι σταθερή περίπου στις 80 μονάδες βάσης. Παράλληλα κίνδυνοι εγγενείς στην ΕΖ (οι οποίοι αναφέρονται στην ανάλυση για το EURUSD) μένουν να εκδηλωθούν.

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

EURGBP & Διαφορά Εξωτερικών Ισοζυγίων % ΑΕΠ, ΕΖ-ΗΒ



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

Εμπορεύματα

06

6.1 Πετρέλαιο:

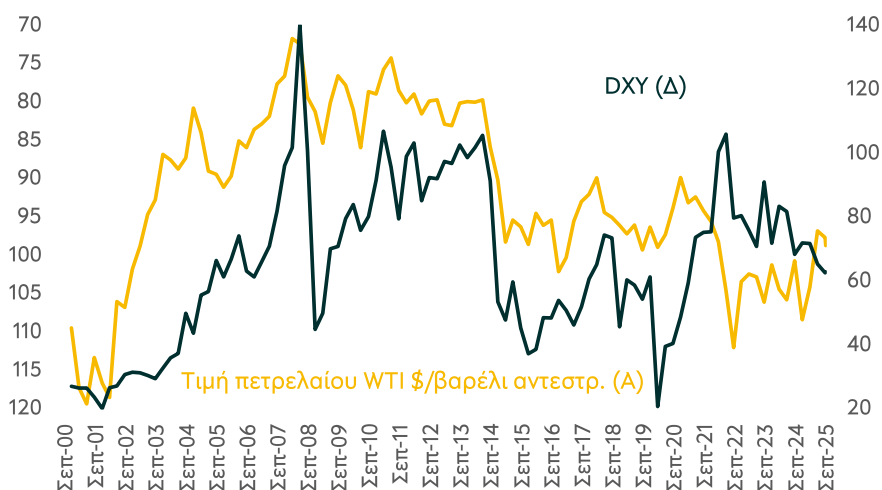
Διατηρούμε την Ουδέτερη άποψή μας

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

Η τιμή του πετρελαίου το τελευταίο διάστημα παρουσιάζει **περιορισμένη μεταβλητότητα**, ακολουθώντας την έντονη διακύμανση που είχε στις αρχές του καλοκαιριού λόγω του πολέμου Ιράν-Ισραήλ. Στην προηγούμενη στρατηγική είχαμε υποστηρίξει ότι η τιμή θα διαπραγματεύεται σε ένα εύρος διακύμανσης το οποίο θα είχε διασπαστεί ανοδικά σε περίπτωση παρατεταμένου κλεισίματος των στενών του Ορμούζ, κάτι το οποίο δεν έγινε, καθώς δεν υπήρξε κλιμάκωση της έντασης. Η αγορά έκτοτε μετά την **απώλεια του γεωπολιτικού premium** επικεντρώθηκε περισσότερο στα **θεμελιώδη** και η τιμή του WTI διαπραγματεύεται **περί τα \$60/βαρέλι**. Διαφορετικά δεδομένα και προοπτικές ασκούν αντίρροπες δυνάμεις στην τιμή.

Ο κύριος παράγοντας στον οποίο εστιάζει η αγορά είναι η υπερβάλλουσα προσφορά. Από την μία, τόσο οι εκτιμήσεις της Διεθνούς Επιτροπής Ενέργειας όσο και της αντίστοιχης αμερικανικής αλλά και πολλών συμμετεχόντων στην αγορά, υπολογίζουν ότι με την υπάρχουσα πολιτική αύξησης της παραγωγής του OPEC+ θα υπάρξει πλεόνασμα προσφοράς τόσο το 2025 όσο και το 2026. Μόνο ο OPEC+ προβλέπει αυξημένη ζήτηση, ο οποίος όμως είναι παραδοσιακά αισιόδοξος στις προβλέψεις του. Παράλληλα, **οι ενδείξεις αδυναμίας της αγοράς εργασίας** των ΗΠΑ προβληματίζουν σχετικά με τη ζήτηση. Η βούληση του Προέδρου Τραμπ για χαμηλές τιμές ενέργειας και **η διατήρηση της παραγωγής πετρελαίου στις ΗΠΑ σε ιστορικά υψηλά επίπεδα** ασκούν περαιτέρω πίεση στην τιμή. Ερωτηματικό

Σχέση τιμής πετρελαίου & USD



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

παραμένει η ενδεχόμενη καθυστερημένη αποτύπωση **της επίπτωσης των δασμών** στην οικονομία και κατά επέκταση και στη ζήτηση πετρελαίου. Η επιστροφή του ιρανικού πετρελαίου στην διεθνή αγορά έπειτα από τον πόλεμο με το Ισραήλ καθίσταται ακόμα πιο επισφαλής. Το κλίμα στην αγορά

Αν και η τιμή του πετρελαίου παραμένει ελκυστική θεμελιωδώς και σε σχέση με άλλα εμπορεύματα, η αγορά εστιάζει στο πλεόνασμα προσφοράς και τις αδυναμίες της αγοράς εργασίας στις ΗΠΑ.

παραγώγων παραμένει επιφυλακτικό με τις καθαρές θέσεις αγοράς να βρίσκονται σε πολυετή χαμηλά (low positioning).

Ωστόσο, μια σειρά από λόγους επηρεάζουν θετικά την τιμή. Αρχικά, όπως φαίνεται και στο διάγραμμα στην προηγούμενη σελίδα, **μια περεταίρω πτώση του δολαρίου αναμένεται να δράσει υποστηρικτικά. Οι απειλούμενες κυρώσεις στο ρωσικό πετρέλαιο** αναμένεται να διαταράξουν τις ισορροπίες στην πλευρά της προσφοράς, ιδιαίτερα αν όπως έχει τονίσει η διοίκηση Τραμπ είναι αυστηρότερες από υπάρχουσες οι οποίες δεν λειτουργούν (price cap, ευρωπαϊκοί περιορισμοί κ.α.). Θεμελιωδώς **η τιμή πετρελαίου σε σχέση με άλλα εμπορεύματα παρουσιάζεται ελκυστική**, ιδιαίτερα με τη σχέση της τιμής πετρελαίου με τον χρυσό, αν εξαιρέσει κανείς την πανδημία, εμφανίζει χαμηλό από το 1933. **Σύμφωνα με το μοντέλο μας**, το οποίο συσχετίζει την τιμή του πετρελαίου με παράγοντες όπως το δολάριο, τα πραγματικά 5ετή επιτόκια, την κλίση της καμπύλης των αμερικανικών ομολόγων και τα επίπεδα προσφοράς-ζήτησης, **η θεωρητική τιμή του πετρελαίου τοποθετείται στα 84\$/βαρέλι**, υψηλότερα από την τρέχουσα. **Η Κίνα αγοράζει πετρέλαιο** συνεχώς με σκοπό πιθανώς να χτίσει στρατηγικά αποθέματα, ενώ και άλλες χώρες του G7 αναμένεται να θέλουν να αναπληρώσουν τα αποθέματα που είχαν απελευθερώσει στον πόλεμο Ρωσίας-Ουκρανίας ιδιαίτερα αν η τιμή υποχωρήσει. Η αγορά δεν φαίνεται στην παρούσα φάση να ανησυχεί για πολύ μεγάλη πτώση στην τιμή του πετρελαίου κάτι το οποίο αντικατοπτρίζεται και στις ήπιες αποδόσεις των ομολόγων της Σαουδικής Αραβίας, χώρας με μεγάλη εξάρτηση από τις διακυμάνσεις της τιμής του πετρελαίου. Τέλος, η αγορά παραμένει εξαρτώμενη σε μεγάλο βαθμό από την πολιτική του OPEC και τις σχεδιαζόμενες αυξήσεις στην παραγωγή.

Συμπερασματικά, αν και θεωρούμε πιθανό να αυξηθεί η μεταβλητότητα της τιμής το επόμενο διάστημα διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας, καθώς εκτιμούμε ότι ο αντίκτυπος που θα ασκούν οι αντίρροπες δυνάμεις που προαναφέραμε θα έχει ως αποτέλεσμα η τιμή πετρελαίου να διαπραγματεύεται μεταξύ 55-70\$/βαρέλι.

6.2 Χρυσός:

Μεταβάλλουμε σε ουδέτερη την άποψή μας

Η τιμή του χρυσού κατέγραψε το γ' τρίμηνο νέο ιστορικό υψηλό (\$3.871/ ουγγιά). Ενδεικτικό είναι ότι η αξία του χρυσού της κυβέρνησης των ΗΠΑ ξεπέρασε το \$1 τρις. **Οι αγορές από Κεντρικές Τράπεζες** συνεχίζονται, οι επενδυτές στρέφονται στο ασφαλές καταφύγιο του χρυσού **λόγω αμφιβολιών για την ανεξαρτησία της Fed**, το κυβερνητικό **shutdown** στις ΗΠΑ και **οι προσδοκίες για την μείωση των επιτοκίων από την Fed** δρουν ενισχυτικά στην τιμή.

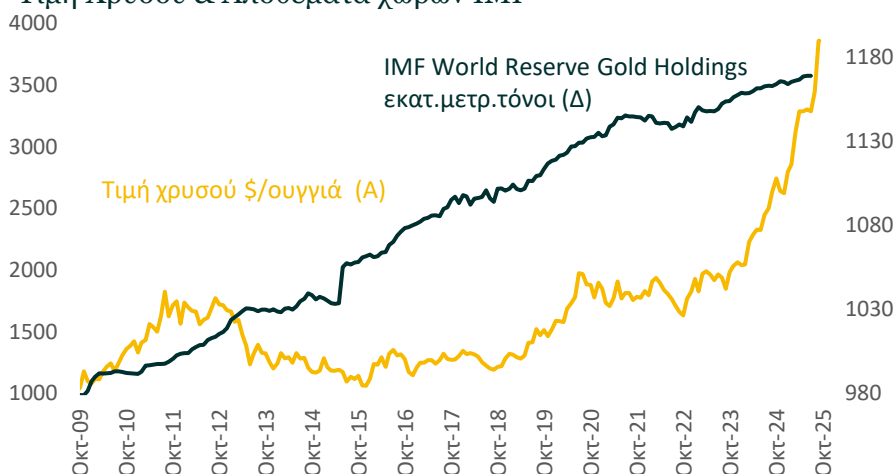
Στο νέο γεωπολιτικό περιβάλλον, οι Κεντρικές Τράπεζες, ιδιαίτερα των αναδυόμενων χωρών αγοράζουν έστω με βραδύτερο ρυθμό χρυσό, ώστε να θωρακιστούν τόσο από ενδεχόμενη πτώση του δολαρίου αλλά και από γεωπολιτικά γεγονότα. **Οι Κεντρικές Τράπεζες** επειδή δεν σκοπεύουν να τον χρησιμοποιήσουν για επένδυση **παρουσιάζονται λιγότερο ευαίσθητες στην άνοδο της τιμής** από άλλες κατηγορίες αγοραστών (hedge funds, τράπεζες, νοικοκυριά κτλ.).

Παράλληλα, αν και το τελευταίο διάστημα και ιδιαίτερα μετά τον πόλεμο Ρωσίας–Ουκρανίας και τον πληθωρισμό που προκάλεσε έχουν διαρραγεί αρκετές από τις συσχετίσεις που παρατηρούσαμε τα προηγούμενα χρόνια (σχέση με πραγματικά επιτόκια, δολάριο, ύφεση κ.α.) η αγορά εστιάζει στις προσδοκώμενες μειώσεις επιτοκίων από την Fed. Ο χρυσός είναι μια επένδυση που δεν αποφέρει έσοδα από τόκους και ενισχύεται συνήθως όταν πλήττεται η ελκυστικότητα άλλων επενδύσεων όπως τα ομόλογα, όπως στην παρούσα φάση που αναμένεται μείωση των αποδόσεων.

Οι επενδυτές επίσης ανησυχούν για τα **δημοσιονομικά των ΗΠΑ και την ανεξαρτησία της Fed** εξαιτίας της πολιτικής της νέας διακυβέρνησης (δημοσιονομικά ελλείμματα, απόλυση Cook, shutdown) αλλά και για το ποια θα είναι η επίπτωση των δασμών στην παγκόσμια οικονομική ανάπτυξη, γεγονότα που δρουν υποστηρικτικά στην τιμή. Οι καθαρές θέσεις στην προθεσμιακή αγορά (net longs) έχουν ανακάμψει σημαντικά το τελευταίο έτος, ενώ συνεχίζεται και η αύξηση των θέσεων σε ETF χρυσού, καταδεικνύοντας το θετικό κλίμα. **Η τεχνική εικόνα** στον χρυσό βελτιώθηκε το τελευταίο διάστημα.

Για τους παραπάνω λόγους μεταβάλλουμε την θέση μας από ήπια αρνητική σε ουδέτερη, κυρίως λόγω διαχείρισης κινδύνου και

Τιμή Χρυσού & Αποθέματα χωρών IMF



Πηγή: Οικονομική Ανάλυση & Επενδυτική Στρατηγική

προστασίας από ακραία γεγονότα (γεωπολιτικά και οικονομικά), υπογραμμίζοντας παράλληλα την διαρκή αποσύνδεση της τιμής του χρυσού από οικονομικά δεδομένα και άλλες αγορές.

Οι κίνδυνοι για την στρατηγική μας είναι να αποδειχθεί ο χρυσός **crowded trade**, η **Fed τελικά να μην προβεί στις εκτιμώμενες από την αγορά μειώσεις επιτοκίων**, να υπάρξει γεωπολιτική ηρεμία **και η αγορά να στραφεί ξανά στην ασφάλεια του δολαρίου** αγνοώντας την ανησυχία για την απώλεια του US exceptionalism.

Μετοχές

ΗΠΑ	Ουδέτερη	Ενισχύουμε την άποψή μας σε ουδέτερη, καθώς η ανάπτυξη παραμένει ισχυρή και οι προσδοκίες για μείωση επιτοκίων από τη Fed ενισχύονται. Προτιμούμε ένα συνδυασμό κυκλικών (Τράπεζες, Υπ. Επικοινωνίας, Ενέργεια) και αμυντικών κλάδων (Κοινή Ωφέλεια, Υγεία και Dividend Aristocrats) καθώς παρέχουν μεγαλύτερη ασφάλεια σε περίοδο αβεβαιότητας.
Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική την άποψή μας για την ΕΖ, καθώς η αβεβαιότητα για την οικονομία παραμένει. Η δημοσιονομική χαλάρωση και το πακέτο των φορολογικών ελαφρύνσεων στη Γερμανία θα έχει θετική επίπτωση στην κερδοφορία των εταιριών από το 2026 και μετά, ενώ το ισχυρό ευρώ αναμένεται να πλήξει την κερδοφορία των ευρωπαϊκών μετοχών.
Ιαπωνίας	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας για την Ιαπωνία, καθώς η οριακή ανάπτυξη σε συνδυασμό με τις επιπτώσεις των δασμών και την περιοριστική πολιτική της Κεντρικής Τράπεζας της Ιαπωνίας αναμένεται να επηρεάσουν τα κέρδη των εταιριών.
Αναδυόμενες Αγορές	Ουδέτερη	Μεταβάλλουμε την άποψή μας από Ήπια Αρνητική σε Ουδέτερη. Η παραμονή του δολαρίου σε χαμηλά επίπεδα σε συνδυασμό με τις διαφαινόμενες καθοδικές τάσεις των επιτοκίων στις ΗΠΑ θα επηρεάσουν θετικά τις μετοχικές αγορές. Στην Κίνα οι διαρθρωτικές αδυναμίες της οικονομίας παραμένουν, ωστόσο η ικανοποιητική ανάπτυξη και οι τρέχουσες χαμηλές αποτιμήσεις προφυλάσσουν τις μετοχές από υποαπόδοση έναντι των λοιπών ΑΑ.

Ομόλογα

Κρατικά ΗΠΑ	Ουδέτερη	Μεταβάλλουμε την άποψή μας από ήπια θετική σε ουδέτερη, καθώς θεωρούμε ότι αρκετό μέρος των μειώσεων των επιτοκίων είναι προεξοφλημένο στα παρόντα επίπεδα και αρκετές αβεβαιότητες παραμένουν (δημοσιονομική πολιτική, επίπτωση δασμών, ανεξαρτησία Fed κτλ).
Κρατικά Ευρωζώνης	Ήπια θετική	Μεταβάλλουμε την άποψή μας από θετική σε ήπια θετική, καθώς παρά τις αβεβαιότητες στην Ευρωζώνη (πολιτική κατάσταση Γαλλίας και αντίκτυπος δημοσιονομικού πακέτου στη Γερμανία, εμπορικός πόλεμος) η ΕΚΤ εμφανίζεται διστακτική σε περαιτέρω μειώσεις επιτοκίων στα τρέχοντα επίπεδα.
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης ΗΠΑ	Ουδέτερη	Διατηρούμε ουδέτερη την άποψή μας, θεωρώντας ότι τα spreads θα διαπραγματεύονται σε εύρος διακύμανσης το επόμενο διάστημα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης ΗΠΑ	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε ήπια αρνητική άποψη για τα ΗΥ των ΗΠΑ, καθώς θεωρούμε ότι είναι υπερτιμημένα σε σχέση με τον μετοχικό κίνδυνο (στο βαθμό που η μεταβλητότητα των μετοχών αποτελεί και μια εκτίμηση της πιθανότητας χρεωκοπίας).
Εταιρικά Επενδυτικής Διαβάθμισης Ευρωζώνης	Ουδέτερη	Παραμένει ουδέτερη η άποψή μας, καθώς θεωρούμε ότι η θεωρητική τιμή των spreads δεν απέχει σημαντικά από τα τρέχοντα επίπεδα.
Εταιρικά Υψηλής Απόδοσης Ευρωζώνης	Ήπια Αρνητική	Διατηρούμε την ήπια αρνητική άποψή μας, καθώς τα spreads παραμένουν χαμηλά σε σχέση με την τεκμαρτή μεταβλητότητα των μετοχών (Volatility Eurostoxx 50) και δεν αντικατοπτρίζουν την αυξημένο κίνδυνο χρεωκοπίας.

Συνάλλαγμα

EURUSD	Ήπια Θετική	Μεταβάλλουμε την άποψή μας από ήπια αρνητική σε ήπια θετική, καθώς παραμένει η αβεβαιότητα σχετικά με την αμερικανική και δημοσιονομική πολιτική. Αναθεωρούμε τον 12μηνο στόχο για την ισοτιμία ευρώ/δολαρίου στο 1,19 (από 1,17) με εύρος διακύμανσης (1,14-1,22).
USDJPY	Ήπια Αρνητική	Μεταβάλλουμε την άποψή μας από αρνητική σε ήπια αρνητική, καθώς μετά την εκλογή της Takaichi υπάρχουν ανησυχίες ότι ενδέχεται να υπονομευτεί η δημοσιονομική πειθαρχία και να ασκηθεί πίεση στην Τράπεζα της Ιαπωνίας. Σε ορίζοντα έτους συνεχίζουμε να αναμένουμε μια κίνηση προς το 139 (από 135) με ετήσιο εύρος το 139-155, καθώς το γιεν παραμένει το πιο υποτιμημένο από τα βασικά νομίσματα.
EURGBP	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη στάση μας, θεωρώντας ότι η ισοτιμία έχει ενσωματώσει ένα σημαντικό premium βρετανικού δημοσιονομικού κινδύνου. Το αναμενόμενο εύρος διαμορφώνεται σε 0,8460-0,8900 με ετήσιο στόχο για το 2026 το 0,8600.

Εμπορεύματα

Χρυσός	Ουδέτερη	Μεταβάλλουμε την άποψή μας σε ουδέτερη, καθώς αν και υπάρχει ο κίνδυνος βραχυπρόθεσμης διόρθωσης, η τιμή του χρυσού προσφέρει ασφάλεια σε πιθανούς δημοσιονομικούς, και γεωπολιτικούς κινδύνους, όπως υποδηλώνουν και οι συνεχείς αγορές Κεντρικών Τραπεζών.
Πετρέλαιο	Ουδέτερη	Διατηρούμε την ουδέτερη άποψή μας. Αν και η τιμή του πετρελαίου παραμένει ελκυστική θεμελιωδώς και σε σχέση με άλλα εμπορεύματα, η αγορά εστιάζει στο πλεόνασμα προσφοράς και τις αδυναμίες της αγοράς εργασίας στις ΗΠΑ.

Παράρτημα

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες Ευρωζώνης

Πραγματικό ΑΕΠ

Πληθωρισμός (βάσει του ΕνΔΤΚ)

Πρόδρομοι Δείκτες

Χρονική Περίοδος		SA-Τριμηνιαία % μεταβολή	NSA-Ετήσια % μεταβολή	Συνολικός	Δομικός	Σύνθετος PMI	Οικονομικού κλίματος	Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης
2021		6,4	6,4	2,6	1,5	54,9	111,5	-7,5
2022		3,6	3,6	8,4	3,9	51,4	102,3	-21,9
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	-0,1	1,3	8,0	5,5	52,0	98,9	-19,6
	Q2	0,2	0,6	6,2	5,5	52,3	97,1	-16,8
	Q3	0,0	0,1	4,9	5,1	47,5	94,1	-16,4
	Q4	0,0	0,2	2,7	3,7	47,2	94,7	-16,7
2024	Q1	0,3	0,5	2,6	3,1	49,1	95,7	-15,3
	Q2	0,2	0,5	2,5	2,8	51,6	96,0	-14,1
	Q3	0,4	0,9	2,2	2,8	50,3	96,0	-13,0
	Q4	0,4	1,3	2,2	2,7	49,3	95,1	-13,5
2025	Q1	0,6	1,6	2,3	2,6	50,4	95,5	-14,1
	Q2	0,1	1,5	2,0	2,4	50,4	94,4	-15,7
	Q3	:	:	2,1	2,3	51,0	95,5	-15,0
	Q4	:	:	:	:	:	:	:
Απρ-25				2,2	2,7	50,4	93,9	-16,6
Μαϊ-25				1,9	2,3	50,2	95,0	-15,1
Ιουν-25				2,0	2,3	50,6	94,2	-15,3
Ιουλ-25				2,0	2,3	50,9	95,8	-14,7
Αυγ-25				2,0	2,3	51,0	95,3	-15,5
Σεπ-25				2,2	2,3	51,2	95,5	-14,9

*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	100,0	106,9	8,9	8,9	5,4	5,4	9,0	
2022	6,8	-345,7	-335,1	1,8	1,8	1,1	1,1	5,8	
2023	6,6	51,5	58,0	-1,7	-1,7	-1,9	-1,9	0,5	
2024	6,4	169,0	173,4	-3,0	-3,0	1,2	1,2	2,2	
2023	Q1	6,6	-10,2	-11,8	0,0	1,1	-0,5	-2,7	2,6
	Q2	6,5	1,4	5,1	-0,7	-0,4	-0,1	-2,0	0,9
	Q3	6,6	23,0	20,4	-3,0	-3,6	-0,4	-2,2	-0,9
	Q4	6,6	37,3	44,4	0,1	-3,6	0,3	-0,6	-0,6
2024	Q1	6,5	57,5	55,0	-1,2	-4,6	0,3	0,1	0,5
	Q2	6,4	44,0	47,0	-0,1	-4,0	0,1	0,3	1,7
	Q3	6,3	36,2	33,9	-0,4	-1,8	1,3	2,1	2,8
	Q4	6,2	31,4	37,6	0,0	-1,6	0,5	2,2	3,6
2025	Q1	6,4	61,4	59,1	2,1	1,5	0,2	1,9	3,8
	Q2	6,4	34,0	35,4	-0,2	1,4	0,8	2,7	3,7
	Q3	:	:	:	:	:	:	:	:
	Q4	:	:	:	:	:	:	:	:
Απρ-25	6,3	14,5	10,8	-2,5	0,4	0,4	2,7	3,9	
Μαϊ-25	6,4	15,8	16,6	0,9	3,1	-0,3	2,0	3,9	
Ιουν-25	6,3	3,7	8,0	-0,6	0,7	0,5	3,5	3,3	
Ιουλ-25	6,2	5,3	12,4	0,3	1,8	-0,4	2,1	3,3	
Αυγ-25	6,3	:	:	:	:	0,1	1,0	2,9	
Σεπ-25	:	:	:	:	:	:	:	:	:

Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ

Πραγματικό ΑΕΠ

Αγορά Εργασίας

Πληθωρισμός (βάσει του:

SA Τριμηνιαία
ετησιοποιη-
μένη % μετα-
βολή

Ετήσια %
μεταβολή

% ανεργίας

Νέες θέσεις
εργασίας *

Δείκτη Τιμών
Καταναλωτή

Price index
PCE (SA)

Core PCE (SA)
**

2021		6,2	6,2	5,4	603	4,7	4,1	3,5
2022		2,5	2,5	3,6	380	8,0	6,5	5,3
2023		2,9	2,9	3,6	216	4,1	3,8	4,2
2024		2,8	2,8	4,0	168	2,9	2,6	2,9
2023	Q1	2,9	2,3	3,5	278	5,8	5,0	4,9
	Q2	2,5	2,8	3,5	233	4,0	3,9	4,6
	Q3	4,7	3,2	3,7	154	3,5	3,4	3,9
	Q4	3,4	3,4	3,8	199	3,2	2,9	3,3
2024	Q1	0,8	2,9	3,8	196	3,3	2,8	3,1
	Q2	3,6	3,1	4,0	133	3,2	2,7	2,8
	Q3	3,3	2,8	4,2	133	2,6	2,4	2,8
-	Q4	1,9	2,4	4,1	209	2,7	2,6	3,0
2025	Q1	-0,6	2	4,1	111	2,7	2,6	2,8
	Q2	3,8	2,1	4,2	55	2,5	2,4	2,7
	Q3	;	;	;	;	;	;	;
	Q4	;	;	;	;	;	;	;
Απρ-25				4,2	158	2,3	2,3	2,6
Μαϊ-25				4,2	19	2,4	2,5	2,8
Ιουν-25				4,1	-13	2,7	2,6	2,8
Ιουλ-25				4,2	79	2,7	2,6	2,9
Αυγ-25				4,3	22	2,9	2,7	2,9
Σεπ-25				;	;	;	;	;

* Σε μηνιαία βάση, SA, σε χιλ.

**PCE-food & ener-
gy



Βασικοί μακροοικονομικοί δείκτες ΗΠΑ (συνέχεια)

		ISM	Καταναλωτικής Εμπιστοσύνης	Εμπορικό Ισοζύγιο	Βιομηχανική Παραγωγή	Λιανικές Πω- λήσεις	NAHB
Χρονική Περίοδος	Μετα- ποίησης	Υπηρεσιών	Παν/μίου Μίσι- γκαν	(SA-δισ. €)	Ετήσια % με- ταβολή	Ετήσια % με- ταβολή	
2021		60,6	62,4	77,6	-69,8	4,4	81,2
2022		53,5	56,1	59,0	-77,0	3,4	59,0
2023		47,1	52,7	65,4	-64,5	0,2	44,3
2024		48,2	52,4	72,5	-75,3	-0,3	44,8
2023	Q1	47,0	53,4	64,6	-65,5	0,7	40,3
	Q2	46,5	52,5	62,3	-67,4	0,1	50,0
	Q3	47,8	53,4	69,6	-60,8	0,0	50,0
	Q4	47,0	51,7	64,9	-64,3	-0,2	37,0
2024	Q1	48,8	52,2	78,4	-66,6	-0,6	47,7
	Q2	48,5	50,8	71,5	-73,8	0,2	46,3
	Q3	47,3	52,5	68,1	-77,1	-0,3	40,3
	Q4	48,2	54,1	72,1	-83,7	-0,3	45,0
2025	Q1	50,1	52,4	64,5	-128,5	1,4	42,7
	Q2	48,7	50,8	55,0	-63,5	1,0	35,3
	Q3	48,6	50,7	58,3	;	;	32,3
	Q4	;	;	;	;	;	;
Απρ-25		48,7	51,6	52,2	-60,2	1,2	40,0
Μαϊ-25		48,5	49,9	52,2	-71,1	0,8	34,0
Ιουν-25		49,0	50,8	60,7	-59,1	0,9	32,0
Ιουλ-25		48,0	50,1	61,7	-78,3	1,3	33,0
Αυγ-25		48,7	52,0	58,2	;	0,9	32,0
Σεπ-25		49,1	50,0	55,1	;	;	32,0

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 - 4ο 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**