



Navigator Q2 2026

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ και ΕΠΕΝΔΥΤΙΚΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ

Μεταβαλλόμενη δυναμική εν μέσω αυξανόμενων προκλήσεων

- Η σύρραξη στη Μέση Ανατολή ενισχύει τους ανοδικούς κινδύνους για τον πληθωρισμό και τους καθοδικούς για την οικονομία
- Η σημαντική αναθεώρηση για την προοπτική των επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών πλήττει την ομολογιακή κατηγορία
- Οι μετοχικές αγορές ισορροπούν μεταξύ ισχυρής εταιρικής κερδοφορίας και ανησυχιών για επιβράδυνση της οικονομίας. Ευνοϊκή μεσοπρόθεσμη προοπτική για μεγατάσεις
- Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο υπό πίεση λόγω της εξάρτησης της Ευρώπης από εισαγωγές ενέργειας

Για να παρακολουθήσετε τη σύνοψη της τριμηνιαίας έκθεσης σε βίντεο πιάστε



Για να διαβάσετε την τριμηνιαία αναφορά σε μορφή infographic πιάστε



ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

Μεταβαλλόμενη δυναμική
εν μέσω αυξανόμενων
προκλήσεων

03

Ανθεκτικότητα και αυξημένοι
καθοδικοί κίνδυνοι για την
παγκόσμια οικονομία

04

Κρατικά Ομόλογα: Η άνοδος
των πληθωριστικών
προσδοκιών λόγω της
σύρραξης στη Μέση
Ανατολή πλήττει συνολικά
την κατηγορία

06

Εταιρικά Ομόλογα:
Παραμένει η προτίμηση
στην κατηγορία επενδυτικής
διαβάθμισης λόγω
ανθεκτικής εταιρικής
κερδοφορίας

08

Μετοχές: Το ενδεχόμενο
στασιμοπληθωρισμού
προκαλεί αβεβαιότητα.
Ανθεκτικότερες οι μετοχές
ΗΠΑ έναντι Ευρωζώνης και
οι μετοχές αξίας, υψηλού
εισοδήματος και χαμηλής
μεταβλητότητας

09

Προτιμήσεις Κλάδων:
Εστίαση σε κλάδους με
ισχυρά θεμελιώδη και
διαρθρωτική ανάπτυξη

11

Αναδυόμενες Αγορές:
Ικανοποιητικά θεμελιώδη,
αλλά αυξημένη αβεβαιότητα
λόγω γεωπολιτικών
εντάσεων και ισχυρότερου
δολαρίου

12

Ελληνική Οικονομία:
Δημοσιονομικά περιθώρια και
υψηλή ενεργειακή εξάρτηση

13

Εμπορεύματα: Η κρίση στη
Μέση Ανατολή ασκεί
ανοδικές πιέσεις στις τιμές
ενέργειας

15

Οι επιπτώσεις της
σύρραξης στον
πληθωρισμό και στην
ανάπτυξη, βασικοί
καταλύτες για την ισοτιμία
ευρώ/δολάριο

16

Θεματικές Επιλογές:
Προστασία απέναντι στον
στασιμοπληθωρισμό μέσω
επενδύσεων σε ενέργεια,
εμπορεύματα, φυσικούς
πόρους και ομόλογα
συνδεδεμένα με τον
πληθωρισμό

18

Κατανομή Επενδύσεων:
Παραμένουμε επενδεδυμένοι
με ευρεία διασπορά και
επιλογές που προσφέρουν
αντιστάθμιση σε σενάριο
τύπου στασιμοπληθωρισμού

20

***Ενισχύονται οι ανοδικοί
κίνδυνοι για τον
πληθωρισμό και οι
καθοδικοί κίνδυνοι για
την παγκόσμια οικονομία***

***Οι αυξήσεις επιτοκίων
Κεντρικών Τραπεζών δεν
θα έχουν τα
αναμενόμενα
αποτελέσματα αν δεν
ομαλοποιηθούν πρώτα
τα προβλήματα στην
προσφορά***

***Ισορροπημένη
επενδυτική
προσέγγιση με αύξηση
τοποθετήσεων που
προσφέρουν
αντιστάθμιση στα
χαρτοφυλάκια***

Οι προσδοκίες για την προοπτική της παγκόσμιας οικονομίας και του πληθωρισμού μεταβάλλονται συνεχώς, κυρίως λόγω των γεωπολιτικών εξελίξεων και των μέτρων που ενδέχεται να υιοθετήσουν οι κυβερνήσεις και οι Κεντρικές Τράπεζες. Συνήθως, οι γεωπολιτικές εντάσεις έχουν βραχυπρόθεσμη επίπτωση στον πληθωρισμό και στις μετοχικές αγορές. Η σημαντικότερη παράμετρος που θα καθορίσει το μέγεθος των επιπτώσεων της τρέχουσας γεωπολιτικής αναταραχής στην παγκόσμια οικονομία είναι η διάρκεια της σύρραξης, καθώς και η ένταση των διαταραχών στις εφοδιαστικές αλυσίδες. Η τρέχουσα κρίση έχει οδηγήσει προσωρινά στη μεγαλύτερη μείωση της παραγωγής πετρελαίου τις τελευταίες δεκαετίες. Αξίζει να αναφερθεί, ωστόσο, ότι η εξάρτηση της παγκόσμιας οικονομίας από το πετρέλαιο έχει μειωθεί σημαντικά σε σύγκριση με τη δεκαετία του 1970, χάρη στη βελτίωση της τεχνολογίας και την αύξηση της συμμετοχής των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας.

Ως βασικό σενάριο θεωρούμε ότι η κρίση στη Μέση Ανατολή δεν θα διαρκέσει για παρατεταμένη χρονική περίοδο και ότι οι τιμές ενέργειας σταδιακά θα αποκλιμακωθούν από τα τρέχοντα υψηλά επίπεδα, χωρίς ωστόσο να επιστρέψουν στα προ των επιθέσεων επίπεδα. Στο ανωτέρω σενάριο, ο πληθωρισμός αναμένεται να αυξηθεί, κυρίως λόγω των προβλημάτων στην προσφορά, ενώ ο ρυθμός ανάπτυξης αναμένεται να επηρεαστεί αρνητικά. Οι Κεντρικές Τράπεζες βρίσκονται σε δυσμενή συγκυρία, καθώς καλούνται να αντιμετωπίσουν ταυτόχρονα τον υψηλότερο πληθωρισμό και την ασθενέστερη οικονομική δραστηριότητα. Αν και η οικονομική θεωρία υποδεικνύει ότι ο υψηλότερος πληθωρισμός μπορεί να αντιμετωπιστεί με υψηλότερα επιτόκια, σε περίπτωση που οι Κεντρικές Τράπεζες προβούν άμεσα σε επιθετικές αυξήσεις επιτοκίων χωρίς να έχουν προηγουμένως ομαλοποιηθεί τα προβλήματα στην προσφορά, οι επιπτώσεις για την οικονομία θα είναι αρνητικές. Θεωρούμε ότι οι εκτιμήσεις της προθεσμιακής αγοράς για τρεις αυξήσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ είναι ενδεχομένως υπερβολικές, δεδομένου ότι η αύξηση του πληθωρισμού οφείλεται κυρίως στις τιμές ενέργειας και όχι στην ενίσχυση της ζήτησης. Παράλληλα, η αβεβαιότητα σχετικά με την πορεία των επιτοκίων της Fed έχει ενισχυθεί, καθώς τα στοιχεία για την αγορά εργασίας παρουσιάζουν επιδείνωση, ενώ ο πληθωρισμός εμφανίζει ενδείξεις ενίσχυσης. Αξίζει να σημειωθεί ότι οι αρνητικές επιπτώσεις των υψηλότερων τιμών ενέργειας μπορούν να μετριαστούν μέσω στοχευμένων δημοσιονομικών μέτρων. Ωστόσο, τα δημοσιονομικά περιθώρια των ανεπτυγμένων οικονομιών είναι περιορισμένα σε σύγκριση με την περίοδο της πανδημίας και της ενεργειακής κρίσης του 2022. Επίσης, ο συνδυασμός αυξημένης αβεβαιότητας για τον πληθωρισμό και των υψηλών δημοσιονομικών ελλειμμάτων αναμένεται να διατηρήσει σε υψηλά επίπεδα τις αποδόσεις των κρατικών ομολόγων μακρινής διάρκειας.

Οι μετοχικές αγορές παρουσιάζουν έντονη μεταβλητότητα, καθώς αναπροσαρμόζονται συνεχώς οι εκτιμήσεις για την έκβαση του πολέμου στη Μέση Ανατολή. Παρά την ισχυρή άνοδο των τιμών ενέργειας και τη σημαντική αύξηση των αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων, η διόρθωση που έχουν καταγράψει οι μετοχικές αγορές δεν είναι αρκετά έντονη, καθώς οι εκτιμήσεις για την εταιρική κερδοφορία παραμένουν ανθεκτικές. Δεδομένου ότι έχουν επιδεινωθεί οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες και έχουν ενισχυθεί οι καθοδικοί κίνδυνοι, δικαιολογείται ισορροπημένη μετοχική προσέγγιση, καθώς και αύξηση των τοποθετήσεων που μπορούν να προσφέρουν αντιστάθμιση έναντι του πληθωρισμού. Σε κλαδικό επίπεδο, κατάλληλες επιλογές θεωρούνται οι εταιρείες κοινής ωφέλειας, βιομηχανίας, υγείας και τεχνολογίας. Στην κατηγορία ομολόγων, προτιμούμε τα ομόλογα συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό (TIPS) και χαμηλής διάρκειας. Η υποχώρηση των αποτιμήσεων μετοχών δημιουργεί ευνοϊκή μεσοπρόθεσμη προοπτική για μεγατάσεις όπως είναι η τεχνητή νοημοσύνη, η ενεργειακή αυτονομία, η άμυνα και οι υποδομές.

Ανθεκτικότητα και αυξημένοι καθοδικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία

Παγκόσμια Οικονομία

Μπορεί οι καθοδικοί κίνδυνοι για την παγκόσμια οικονομία να έχουν ενταθεί λόγω της κρίσης στη Μέση Ανατολή και της ανόδου των τιμών ενέργειας, ωστόσο η παγκόσμια οικονομία εξακολουθεί να επιδεικνύει ανθεκτικότητα. Το τελευταίο διάστημα η αβεβαιότητα γύρω από την πορεία του πληθωρισμού έχει αυξηθεί, καθώς η προοπτική του θα επηρεαστεί σε σημαντικό βαθμό από τη διάρκεια της σύρραξης στη Μέση Ανατολή. Σύμφωνα με το βασικό σενάριο, η ένταση αναμένεται να μην είναι παρατεταμένη, με την τιμή του πετρελαίου να αποκλιμακώνεται από τα τρέχοντα υψηλά επίπεδα. Στην περίπτωση αυτή, η παγκόσμια οικονομία παρουσιάζει ανθεκτικότητα και ο πληθωρισμός αυξάνεται αλλά σε ελεγχόμενα επίπεδα. Στο δυσμενές σενάριο, όπου η κρίση διαρκέσει για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα και η τιμή του πετρελαίου παραμείνει υψηλότερα των \$100/βαρέλι, η δυναμική της παγκόσμιας οικονομίας θα επιδεινωθεί, ο πληθωρισμός θα ενισχυθεί σημαντικά και οι χρηματοπιστωτικές συνθήκες θα επιδεινωθούν. Αξίζει να αναφέρουμε ότι προηγούμενα γεωπολιτικά επεισόδια είχαν τελικά προσωρινές αρνητικές επιπτώσεις στην οικονομία και στις αγορές. Επιπλέον, η εξάρτηση των μεγάλων οικονομιών από την τιμή του πετρελαίου έχει μειωθεί σημαντικά σε σύγκριση με δεκαετίες πριν, κυρίως λόγω της τεχνολογικής προόδου και της αυξημένης συμμετοχής των ανανεώσιμων πηγών ενέργειας. Ο ΟΟΣΑ εκτιμά ότι ο ρυθμός ανάπτυξης της παγκόσμιας οικονομίας θα διαμορφωθεί το 2026 στο 2,9% και το 2027 στο 3%. Προβλέπει ότι ο πληθωρισμός για τις χώρες G20 θα αυξηθεί το 2026 στο 4,2% από 2,6% το 2025.

ΗΠΑ

Τα στοιχεία για τον τομέα των υπηρεσιών εξακολουθούν να καταδεικνύουν ανθεκτικότητα, ωστόσο η εικόνα από την αγορά εργασίας παραμένει αδύναμη, ενώ η αβεβαιότητα έχει ενισχυθεί. Η οικονομία παρουσίασε το δ' τρίμηνο χαμηλό ρυθμό ανάπτυξης (τριμηνιαία ετησιοποιημένη μέτρηση: 0,7%), με την αρνητική συνεισφορά των κρατικών δαπανών (-1,3%) να αντανάκλα τη μερική αναστολή του αμερικανικού δημοσίου. Τον Φεβρουάριο, η αμερικανική οικονομία

απώλεσε τις περισσότερες θέσεις εργασίας (-92.000) από τον Οκτώβριο του 2025. Το ποσοστό ανεργίας παρουσιάζει ήπια ανοδική τάση (4,4%) ωστόσο παραμένει χαμηλότερα από τον ιστορικό μέσο όρο (5,7%). Ο προτιμητέος δείκτης πληθωρισμού της Fed (PCE Core) παρουσίασε τον Ιανουάριο αύξηση σε υψηλό (3,1%) από τον Μάρτιο του 2024, καταδεικνύοντας ότι υφίστανται πληθωριστικές πιέσεις και πριν την έναρξη του πολέμου στη Μέση Ανατολή. Σύμφωνα με τις πρόσφατες εκτιμήσεις της Fed, για το 2026 προβλέπεται ανάπτυξη 2,4%, ενώ ο δομικός αποπληθωριστής προσωπικής κατανάλωσης αναμένεται να αυξηθεί κατά 2,7% σε ετήσια βάση.

Ευρωζώνη

Οι δείκτες εμπιστοσύνης παρουσιάζουν επιδείνωση, καθώς η κρίση στη Μέση Ανατολή ενισχύει την αβεβαιότητα για την πορεία του πληθωρισμού και της ανάπτυξης. Ο πληθωρισμός παρουσίασε τον Φεβρουάριο αύξηση στο 1,9% από 1,7% τον Ιανουάριο. Σημειώνεται ότι τα στοιχεία πληθωρισμού για τον Μάρτιο θα είναι υψηλότερα, λόγω της ισχυρής αύξησης που έχουν παρουσιάσει η τιμή του πετρελαίου και του φυσικού αερίου. Ενδεχόμενη παρατεταμένη διάρκεια της κρίσης στη Μέση Ανατολή συνιστά ανοδικό κίνδυνο για τον πληθωρισμό, καθώς οι χώρες της Ευρωζώνης εισάγουν το μεγαλύτερο μέρος των αναγκών τους για ενέργεια. Η οικονομία τα προηγούμενα τρίμηνα παρουσίασε ανθεκτικότητα με τον ρυθμό ανάπτυξης για το σύνολο του 2025 να διαμορφώνεται στο 1,5%. Για το 2026, η οικονομία αναμένεται να παρουσιάσει επιβράδυνση, κυρίως λόγω της κρίσης στη Μέση Ανατολή και των πιθανών προβλημάτων που θα προκύψουν στις εφοδιαστικές αλυσίδες. Ωστόσο, σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα η οικονομία υποστηρίζεται από την ανθεκτική αγορά εργασίας και την αύξηση των κρατικών δαπανών σε υποδομές και στην αμυντική βιομηχανία. Η ΕΚΤ εκτιμά ότι ο ρυθμός αύξησης του ΑΕΠ το 2026 θα διαμορφωθεί στο 0,9%.

Κίνα

Τα διαρθρωτικά προβλήματα της οικονομίας, σε συνδυασμό με την υψηλή εξάρτηση από τις ροές πετρελαίου που διέρχονται από τα Στενά του Ηορμυζ, επιβαρύνουν την προοπτική. Η κυβέρνηση της Κίνας αναθεώρησε τον στόχο για την ανάπτυξη (4,5%-5%) στο χαμηλότερο επίπεδο από το 1991. Μπορεί τα οικονομικά στοιχεία τον Φεβρουάριο να κατέδειξαν βελτίωση, ωστόσο η αβεβαιότητα είναι αυξημένη.

Πόσο πιθανό είναι το ενδεχόμενο στασιμοπληθωρισμού;

Το σενάριο του στασιμοπληθωρισμού προκαλεί ανησυχίες και φέρνει άσχημες μνήμες από τη δεκαετία του 1970 και αρχές 1980, εντούτοις η όποια αντίδραση θα πρέπει να διέπεται από τον κανόνα του μέτρου. Ως στασιμοπληθωρισμό ορίζουμε τη συνύπαρξη υψηλού ή αυξανόμενου πληθωρισμού και υψηλής ή αυξανόμενης ανεργίας. Ο στασιμοπληθωρισμός εμφανίζεται όταν οι τιμές ενισχύονται, όχι από αυξημένη ζήτηση, αλλά από διαταραχές στην προσφορά λόγω πολέμου (πετρέλαιο, φυσικό αέριο), καιρικών συνθηκών (τρόφιμα), ή προβλημάτων στην εφοδιαστική αλυσίδα. Στον στασιμοπληθωρισμό, η Κεντρική Τράπεζα αποστερείται των συνήθων εργαλείων της, καθώς ενδεχόμενη αύξηση επιτοκίων, τιθασεύει μεν τον πληθωρισμό αλλά επιβαρύνει την αγορά εργασίας. Σημαντική περίοδος στασιμοπληθωρισμού ήταν το 1973-75 με το εμπάργκο των Αραβικών χωρών του ΟΡΕC στην πώληση πετρελαίου στις ΗΠΑ, ως αντίποινα για την υποστήριξή τους προς το Ισραήλ. Δεύτερη σημαντική περίοδος ήταν ο στασιμοπληθωρισμός με αφορμή τη διακοπή της παραγωγής πετρελαίου στο Ιράν κατά την Ιρανική Επανάσταση του 1979. Τότε, η Fed αύξησε σημαντικά τα επιτόκια για την τιθάσευση του πληθωρισμού, με την αγορά εργασίας να πλήττεται σημαντικά ως παράπλευρη απώλεια. Στο βασικό μας σενάριο, σήμερα να εκτιμούμε την όποια διαταραχή στις εφοδιαστικές αλυσίδες, λόγω των εχθροπραξιών στη Μέση Ανατολή, να είναι σχετικά διαχειρίσιμη και χωρίς υπερβολές. Σε μια τέτοια εξέλιξη στην Ευρωζώνη αναμένουμε υποχώρηση των πληθωριστικών προσδοκιών από τα τρέχοντα υψηλά επίπεδά τους και ήπια επίπτωση στην ανάπτυξη. Δεν διαβλέπουμε περιβάλλον στασιμοπληθωρισμού εφόσον το πετρέλαιο και το ευρωπαϊκό φυσικό αέριο δεν παρουσιάσουν περαιτέρω άνοδο, το αμερικανικό φυσικό αέριο διατηρηθεί στα τρέχοντα επίπεδα και τα προβλήματα εφοδιαστικής αλυσίδας παραμείνουν περιορισμένα. Ο κίνδυνος στασιμοπληθωρισμού προσεγγίζεται από τον Misery Index ο οποίος ορίζεται ως το άθροισμα του ποσοστού ανεργίας και του δομικού πληθωρισμού. Όσο αυξάνονται αμφότερα, τόσο επιβαρύνεται η οικονομία. Στις ΗΠΑ, κατά τη δεκαετία του 1970 ο συγκεκριμένος δείκτης ανήλθε στο 20, ενώ σήμερα εντοπίζεται στο 7,5. Η θέση της Ευρωζώνης ως προς τον πληθωρισμό είναι πιο εύθραυστη καθώς εισάγει το 62,20% των ενεργειακών της αναγκών. Κατά συνέπεια, η Ευρωζώνη είναι περισσότερο επιρρεπής στον κίνδυνο στασιμοπληθωρισμού. Στο δυσμενές σενάριο που ο πόλεμος αποκτήσει παρατεταμένη διάρκεια θεωρούμε πιθανή μια ενίσχυση του πληθωρισμού κατά 2% περίπου πάνω από τις εκτιμήσεις του βασικού σεναρίου, εμφανιζόμενη κατά το β' εξάμηνο του έτους. Σε αυτό το σενάριο, με την οικονομική δραστηριότητα αναιμική και τον πληθωρισμό άνω του στόχου της ΕΚΤ, οι συνθήκες θα προσομοιάσουν με περιβάλλον στασιμοπληθωρισμού μεν, ηπιότερου όμως του αντίστοιχου της δεκαετίας του 1970. Από την άλλη πλευρά, οι ΗΠΑ βρίσκονται σε καλύτερη κατάσταση καθώς έχουν σημαντικά λιγότερη εξάρτηση από εισαγωγές πετρελαίου, αφού είναι καθαρός εξαγωγέας ενέργειας. Ο Πρόεδρος της Fed, επέστησε την προσοχή των επενδυτών στον αυξανόμενο πληθωρισμό λόγω πολέμου, ωστόσο επέμεινε ότι βασικό σενάριο είναι η μείωση επιτοκίων φέτος. Σε καλύτερο από την Ευρώπη σημείο βρίσκεται η Λατινική Αμερική λόγω ελάχιστης εξάρτησης από το πετρέλαιο του Περσικού Κόλπου. Ισχύει ότι η Ευρώπη έχει μεγαλύτερη ευελιξία στην αντιμετώπιση των επιπτώσεων του στασιμοπληθωρισμού καθώς δημοσιονομικά είναι σε καλύτερη κατάσταση από τις ΗΠΑ. Όποιο σενάριο και να πραγματοποιηθεί, συστήνουμε προϊόντα που προσφέρουν διαφοροποίηση σε περιβάλλον στασιμοπληθωρισμού και προσθέτουν αξία στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια.

Misery Index ΗΠΑ, 1970 - 2026

(δομικός πληθωρισμός PCE + ποσοστό ανεργίας)



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Κρατικά Ομόλογα: Η άνοδος των πληθωριστικών προσδοκιών λόγω της σύρραξης στη Μέση Ανατολή πλήττει συνολικά την κατηγορία

Το πρώτο τρίμηνο του 2026 δεν ολοκληρώνεται ικανοποιητικά για τις ομολογιακές αγορές. Η σύρραξη στη Μέση Ανατολή έχει αναζωπυρώσει τις πληθωριστικές ανησυχίες και έχει μεταβάλει σημαντικά τις προσδοκίες για την πορεία των επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών. Πριν από την έναρξη των συγκρούσεων, υπήρχε ένα ελαφρώς πιο ευνοϊκό περιβάλλον για τα κρατικά ομόλογα. Η τάση αποκλιμάκωσης του πληθωρισμού συνεχιζόταν μέσω του αντίκτυπου του AI στην αγορά εργασίας και των χαμηλότερων τιμών ενέργειας. Αυτό θα επέτρεπε την περαιτέρω χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής που θα λειτουργούσε υποστηρικτικά για τις τιμές ομολόγων, τουλάχιστον στις κοντινές διάρκειες. Το περιβάλλον ανατράπηκε ριζικά λόγω της σύρραξης στη Μέση Ανατολή, καθώς είδαμε ανοδική μετατόπιση ολόκληρων των καμπυλών επιτοκίων. Η αγορά τιμολογεί πλέον αυξήσεις επιτοκίων από Κεντρικές Τράπεζες ως μέσο αντιμετώπισης του πληθωρισμού. Η παρούσα συγκυρία δεν ευνοεί την εν λόγω αγορά ακόμα και σε περίπτωση τερματισμού του πολέμου και σταθεροποίησης των τιμών ενέργειας σε χαμηλότερα επίπεδα. Και αυτό διότι θεωρούμε ότι και σε περίπτωση αποκλιμάκωσης της έντασης στη Μέση Ανατολή θα διατηρηθούν οι γεωπολιτικές και δημοσιονομικές ανησυχίες. Σε ενδεχόμενο παρατεταμένης σύρραξης, ελλοχεύει κίνδυνος τύπου στασιμοπληθωρισμού, που όπως απεδείχθη το 2022 πλήττει σημαντικά τα ομόλογα σταθερού επιτοκίου.

Οι επιπρόσθετες πληθωριστικές πιέσεις στις ΗΠΑ αναμένεται να είναι ηπιότερες σε σχέση με τις χώρες Ευρώπης και Ασίας. Η χώρα είναι καθαρός εξαγωγέας ενέργειας, ενώ οι ροές από τα Στενά του Hormuz δεν προορίζονται για την αγορά της. Ωστόσο, οι πληθωριστικές ανησυχίες ήταν ήδη εμφανείς πριν την κρίση στη Μέση Ανατολή λόγω των δασμών. Ο δομικός αποπληθωριστής προσωπικής κατανάλωσης διαμορφώθηκε στο 3,1% τον Ιανουάριο, σαφώς υψηλότερα από τον στόχο του 2% της Fed. Το κόστος των επιχειρήσεων στη Μέση Ανατολή έρχεται να επιδεινώσει περαιτέρω την εύθραυστη δημοσιονομική κατάσταση των ΗΠΑ. Το δημόσιο χρέος και το κόστος εξυπηρέτησης παραμένουν σε ανοδική τροχιά, ενώ η στρατηγική έκδοσης βραχυπρόθεσμων τίτλων με την προοπτική μειώσεων επιτοκίων από τη Fed, υπό τη

νέα Προεδρεία Κ. Warsh, μοιάζει πλέον σχεδόν αδύνατη σε περιβάλλον επίμονου πληθωρισμού. Ο συνδυασμός πληθωριστικών πιέσεων, δημοσιονομικής επιδείνωσης και επαναλαμβανόμενων γεωπολιτικών εντάσεων δεν ευνοεί τα κρατικά ομόλογα ΗΠΑ, ακόμη και στα τρέχοντα επίπεδα αποδόσεων στη λήξη.

Οι αποδόσεις στη λήξη των κρατικών ομολόγων της Ευρωζώνης διαμορφώνονται πλησίον των υψηλών του προηγούμενου ανοδικού κύκλου επιτοκίων. Παρότι τα επίπεδα αυτά επιτεύχθηκαν σε περιβάλλον υψηλότερων επιτοκίων, σήμερα η δημοσιονομική επέκταση και οι ανάγκες χρηματοδότησης των επενδύσεων στην αμυντική βιομηχανία και σε υποδομές προστίθενται ως επιπλέον παράγοντες που ωθούν τις μακροπρόθεσμες λήξεις υψηλότερα. Επίσης, η Ευρώπη πλήττεται δυσανάλογα από την κρίση στη Μέση Ανατολή λόγω της ενεργειακής της εξάρτησης και του μεταποιητικού χαρακτήρα της οικονομίας. Το περιβάλλον αυτό ασκεί πρόσθετη πίεση στα δημοσιονομικά, καθώς οι κρατικές επιδοτήσεις για την ανακούφιση των καταναλωτών από το ενεργειακό κόστος αυξάνουν τόσο τα ελλείμματα όσο και τον πληθωρισμό. Πριν την κρίση στη Μέση Ανατολή οι αγορές τιμολογούσαν με πιθανότητα 50% μια μείωση επιτοκίων το 2026 από την ΕΚΤ, ενώ πλέον προεξοφλούν τρεις αυξήσεις. Παρότι θεωρούμε ότι οι προσδοκίες της προθεσμιακής αγοράς φαντάζουν υπερβολικές, ταυτόχρονα δεν εντοπίζουμε σενάριο όπου το μακρινό κομμάτι των καμπυλών επιτοκίων θα υποχωρήσει σημαντικά. Αυτό διότι ελλοχεύουν πληθωριστικές και δημοσιονομικές ανησυχίες. Ευκαιρίες ενδέχεται να εντοπιστούν σε χώρες που διαθέτουν δημοσιονομικό χώρο για τη λήψη μέτρων ανακούφισης από την άνοδο των τιμών ενέργειας. Και αυτό γιατί τα πιστωτικά περιθώρια των χωρών αυτών έναντι των γερμανικών ομολόγων έχουν διευρυνθεί περισσότερο από ότι δικαιολογούν τα θεμελιώδη, λόγω της κρίσης στη Μέση Ανατολή.

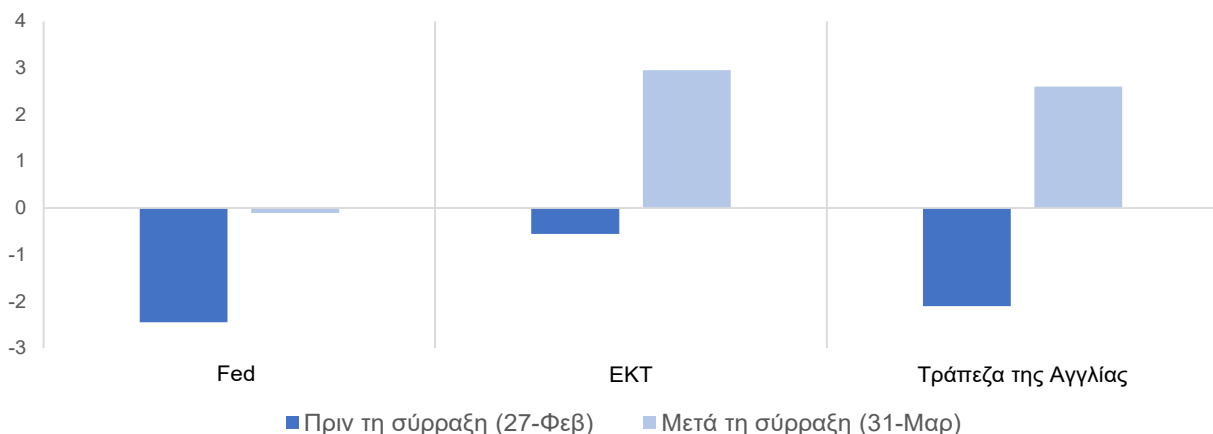
Διατηρούμε υπόβαρη στάση στα κρατικά ομόλογα Ιαπωνίας. Αυτή μας η στάση πηγάζει από το ότι η αγορά προεξοφλεί αυξήσεις επιτοκίων από την Κεντρική Τράπεζα της Ιαπωνίας και αυξημένες εκδόσεις χρέους για τη χρηματοδότηση του σχεδίου δημοσιονομικής επέκτασης που έχει αναγγείλει η κυβέρνηση.

Ποιοι παράγοντες επηρεάζουν τις προσδοκίες των αγορών για την πορεία επιτοκίων των Κεντρικών Τραπεζών;

Οι πληθωριστικές προσδοκίες αποτελούν τον πιο καθοριστικό παράγοντα που επηρεάζει τις εκτιμήσεις των αγορών για την πορεία των επιτοκίων. Οι περισσότερες Κεντρικές Τράπεζες έχουν ως πρωτεύοντα στόχο τη διατήρηση του πληθωρισμού είτε αυστηρά στο 2% είτε κοντά σε αυτό το επίπεδο μακροπρόθεσμα, ενώ η Fed έχει και ως δεύτερο στόχο την πλήρη απασχόληση. Όταν οι αγορές εκτιμούν ότι ο πληθωρισμός θα διαμορφωθεί επίμονα πάνω από αυτό το επίπεδο, προεξοφλούν αυξήσεις επιτοκίων ή διατήρηση των τρεχόντων επιπέδων για μεγαλύτερο χρονικό διάστημα. Αντίθετα, όταν οι πληθωριστικές προσδοκίες υποχωρούν κάτω από το 2%, οι αγορές αναμένουν μειώσεις. Αντίστοιχα, η οικονομική ανάπτυξη συνδέεται άμεσα με την πορεία επιτοκίων. Όταν η οικονομία αναπτύσσεται πάνω από τον μακροπρόθεσμο μέσο όρο της, τα επιτόκια αυξάνονται με σκοπό να την επιβραδύνουν υπό το φόβο αύξησης του πληθωρισμού. Το ίδιο ισχύει και όταν το ποσοστό ανεργίας υποχωρεί σημαντικά, καθώς ελλοχεύουν πληθωριστικές πιέσεις μέσω της αύξησης των μισθών. Από την άλλη, όταν η οικονομία περνάει περίοδο επιβράδυνσης ή ύφεσης τα επιτόκια κινούνται χαμηλότερα ώστε να τονώσουν την οικονομική δραστηριότητα και να ενθαρρύνουν τον δανεισμό και την κατανάλωση. Την ίδια αντίδραση έχουν οι Κεντρικές Τράπεζες και σε περιόδους αποδυνάμωσης της αγοράς εργασίας. Όλα τα παραπάνω στηρίζονται στην παραδοχή ότι ο πληθωρισμός είναι αποτέλεσμα της υπερβάλλουσας ζήτησης. Αυτό όμως δεν ισχύει πάντα, καθώς ο πληθωρισμός μπορεί να προέλθει και από διαταραχές στην πλευρά της προσφοράς. Τέτοια παραδείγματα αποτελούν οι ενεργειακές και γεωπολιτικές κρίσεις, ακόμα και ο κατακερματισμός των εφοδιαστικών αλυσίδων στην περίπτωση του Covid-19. Σε τέτοιες περιπτώσεις οι αυξήσεις επιτοκίων πλήττουν την ανάπτυξη χωρίς να αντιμετωπίζουν επαρκώς τον πληθωρισμό.

Ο δεύτερος και πιο δύσκολος τύπος πληθωρισμού είναι αυτός με τον οποίο η παγκόσμια οικονομία έρχεται αντιμέτωπη το 2026. Συνέπεια της κρίσης στη Μέση Ανατολή που έχει διαταράξει τις ροές πετρελαίου και φυσικού αερίου μέσω των Στενών του Hormuz. Στις συνεδριάσεις Μαρτίου, οι Κεντρικές Τράπεζες υιοθέτησαν επιθετικούς τόνους όσον αφορά ενδεχόμενες αυξήσεις επιτοκίων για την αντιμετώπιση του πληθωρισμού, με εξαίρεση τη Fed. Από οικονομικής άποψης, η νομισματική πολιτική έχει περιορισμένα εργαλεία για να αντιμετωπίσει τον πληθωρισμό που πηγάζει από την πλευρά της προσφοράς. Συνεπώς, ίσως ο στόχος τους ήταν να αναλάβουν οι αγορές το βάρος της σύσφιξης, κρατώντας έτσι ανοιχτή την επιλογή μιας παρατεταμένης παύσης ή ακόμα και της αναβολής αυξήσεων επιτοκίων μέχρι να ξεκαθαρίσει το τοπίο. Προβληματισμό προκάλεσε και η μεγαλύτερη βαρύτητα που έδωσαν οι Κεντρικές Τράπεζες στην επίπτωση των υψηλών τιμών ενέργειας στον πληθωρισμό, δίνοντας μικρότερη έμφαση στις επιπτώσεις στην ανάπτυξη και στην αγορά εργασίας. Εκτιμούμε ότι τόσο ο τόνος των Κεντρικών Τραπεζών όσο και οι προσδοκίες για αυξήσεις επιτοκίων της αγοράς είναι υπερβολικοί για την παρούσα συγκυρία. Για την ΕΚΤ, η αγορά πλέον τιμολογεί τρεις αυξήσεις, ενώ πριν τη σύρραξη έβλεπε μέχρι και μια μείωση το 2026. Εάν η σύγκρουση συνεχιστεί και οι Κεντρικές Τράπεζες διατηρήσουν αυτή τη στάση, εκτιμούμε ότι οδηγούμαστε σε ένα περιβάλλον τύπου στασιμοληθωρισμού, που θα πλήξει ταυτόχρονα μετοχές και ομόλογα.

Εκτιμώμενος αριθμός αυξήσεων/μειώσεων επιτοκίων κατά 0,25% από τις Κεντρικές Τράπεζες, πριν και μετά τη σύρραξη στη Μέση Ανατολή



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Εταιρικά Ομόλογα: Παραμένει η προτίμηση στην κατηγορία επενδυτικής διαβάθμισης λόγω ανθεκτικής εταιρικής κερδοφορίας

Επενδυτικής διαβάθμισης (IG)

Σε αρνητικό έδαφος βρίσκονται το 2026 οι αποδόσεις ομολόγων επενδυτικής διαβάθμισης. Την κατηγορία πλήττουν τόσο η αύξηση των αποδόσεων στη λήξη λόγω πληθωριστικών ανησυχιών όσο και η διεύρυνση των πιστωτικών περιθωρίων. Ωστόσο, παραμένουμε θετικοί στην κατηγορία με ήπια προτίμηση στις ΗΠΑ. Σύμφωνα με το βασικό μας σενάριο, η κρίση στη Μέση Ανατολή δεν θα διαρκέσει τόσο ώστε να προκαλέσει παγκόσμια ύφεση. Συνεπώς, η εταιρική κερδοφορία αναμένεται να παραμείνει ισχυρή. Τοποθετούμαστε σε κοντινές διάρκειες, καθώς δημοσιονομικές και γεωπολιτικές ανησυχίες αναμένεται να ασκήσουν ανοδικές πιέσεις στις μακρινές λήξεις ακόμα και αν υποχωρήσουν οι πληθωριστικές προσδοκίες. Η προτίμησή μας στα IG ομόλογα ΗΠΑ στηρίζεται στη μικρότερη επιρροή της σύρραξης στην αμερικανική οικονομία, χάρη στο καθεστώς του καθαρού εξαγωγέα ενέργειας. Αυτό καθιστά την προοπτική της εταιρικής κερδοφορίας ευνοϊκότερη έναντι της Ευρώπης, ενώ ενδέχεται να δώσει στη Fed περιθώριο για μειώσεις επιτοκίων, σε αντίθεση με την ΕΚΤ. Εάν η σύρραξη αποδειχθεί βραχύβια, η προοπτική περισσότερων μειώσεων από τη Fed και μη αυξήσεων από την ΕΚΤ θα ευνοήσουν τις χαμηλότερες σε διάρκεια λήξεις. Η κατηγορία υποστηρίζεται και από εκδόσεις χρέους τεχνολογικών κολοσσών για χρηματοδότηση επενδύσεων σε AI, που όπως έχουμε δει προσελκύουν ισχυρό επενδυτικό ενδιαφέρον.

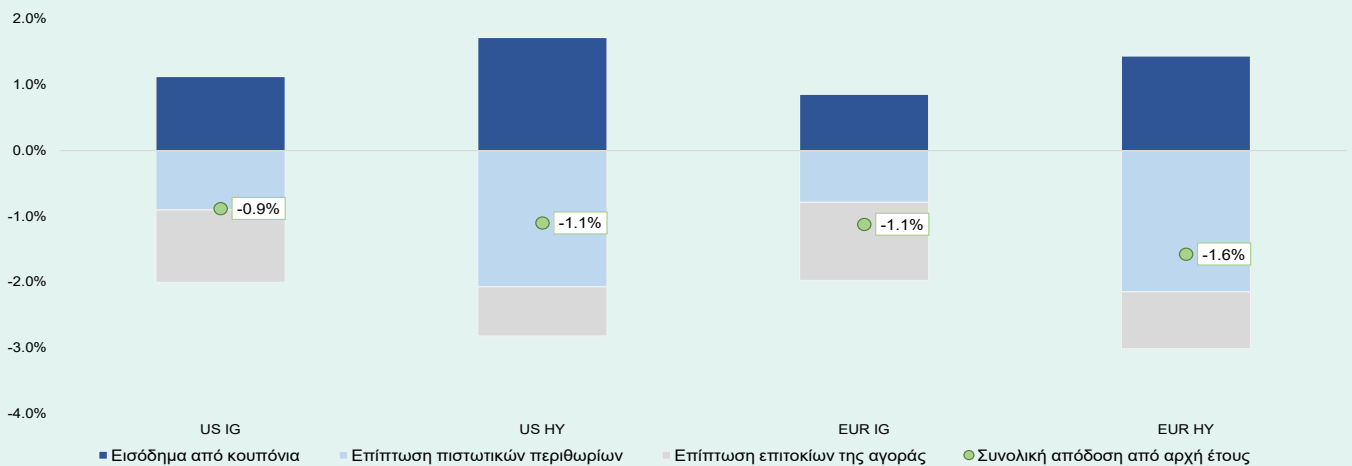
Υψηλών αποδόσεων (HY)

Τα ομόλογα υψηλών αποδόσεων δέχθηκαν πιέσεις το πρώτο τρίμηνο. Γενικά, τα HY προσφέρουν πιο ελκυστικό εισόδημα σε σχέση με τα IG σε περιβάλλον ισχυρής οικονομικής ανάπτυξης. Παρότι η προοπτική αυτή ευθυγραμμίζεται με την εκτίμησή μας για αποκλιμάκωση στη Μέση Ανατολή, η ελκυστικότητα τους περιορίζεται λόγω ιδιοσυγκρασιακών παραγόντων. Οι παρατεταμένες ανησυχίες για τις επιπτώσεις του AI στον υποκλάδο λογισμικού συντηρούν πιέσεις στα πιστωτικά περιθώρια. Αυτό αντανακλάται και στην αγορά Private Credit, όπου διαχειριστές ξεκίνησαν να περιορίζουν τις εξαγωγές μεριδίων το 2026. Αναμένουμε αύξηση της διασποράς μεταξύ ισχυρών και ασθενέστερων εκδοτών. Δεδομένου και ότι η κατηγορία θα δεχθεί πλήγμα εάν οι εντάσεις στη Μέση Ανατολή παραταθούν, παραμένουμε επιφυλακτικοί. Αντιθέτως, παρά τις ανησυχίες, ο οίκος Fitch διατήρησε σταθερές τις εκτιμήσεις για το ποσοστό αθέτησης υποχρεώσεων το 2026 στο 2,75% στις ΗΠΑ και στο 4% στην Ευρώπη.

Αναδυόμενων αγορών (EM)

Το κλίμα αποστροφής κινδύνου έπληξε τα ομόλογα αναδυόμενων αγορών. Σύμφωνα με την εκτίμησή μας για αποκλιμάκωση των γεωπολιτικών εντάσεων, αναμένουμε σταδιακή υποχώρηση του δολαρίου. Αυτό θα διατηρήσει ευνοϊκές τις χρηματοπιστωτικές συνθήκες στις αναδυόμενες αγορές και θα βελτιώσει τις προοπτικές εξυπηρέτησης του εταιρικού χρέους.

Συνολική απόδοση εταιρικών ομολόγων από αρχή έτους (έως 30 Μαρτίου)



Μετοχές: Το ενδεχόμενο στασιμοπληθωρισμού προκαλεί αβεβαιότητα. Ανθεκτικότερες οι μετοχές ΗΠΑ έναντι Ευρωζώνης, και οι μετοχές αξίας, υψηλού εισοδήματος και χαμηλής μεταβλητότητας

Κατά το πρώτο δίμηνο του 2026 διατηρήθηκε η ήπια δυναμική στη μετοχική αγορά των ΗΠΑ η οποία πριν την έναρξη του πολέμου στη Μ. Ανατολή εμφάνιζε σταθεροποιητικές τάσεις πλησίον των ιστορικών υψηλών της. Ενώσω σταθεροποιητική μεν, η συγκεκριμένη αγορά υποαπέδιδε σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο όπου ευνοούνταν κυρίως οι αγορές Ευρώπης και αναδυόμενων αγορών. Εν συνεχεία, η επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος ως συνέπεια του πολέμου επανακατεύθυνε ροές προς τις ΗΠΑ, με τη μετοχική αγορά τους να επηρεάζεται λιγότερο των υπολοίπων, εμφανίζοντας μικρότερες απώλειες σε σχέση με τον υπόλοιπο κόσμο. Η καλύτερη εικόνα στις ΗΠΑ οφείλεται κυρίως σε μακροοικονομικούς λόγους καθώς η οικονομία τους επιβαρύνεται σε ηπιότερο βαθμό από την ενίσχυση της τιμής του πετρελαίου. Υποστηρικτικά συνεχίζει να επιδρά η καλή κερδοφορία δ' τριμήνου των εταιρειών του S&P 500 όπου ενισχύθηκε κατά 14% σε σχέση με το προηγούμενο έτος, με το 73% αυτών να υπερβαίνει τις εκτιμήσεις. Τα κέρδη ανά μετοχή για το 2026 αναμένεται να ενισχυθούν κατά 18,5% σε σχέση με το 2025. Επιπλέον, παρά την έναρξη του πολέμου και τον κίνδυνο υψηλότερου πληθωρισμού, δεν παρατηρούνται καθοδικές αναθεωρήσεις κερδών. Αντιθέτως, οι εταιρείες του S&P 500 έχουν αναθεωρήσει ελαφρώς ανοδικά τις εκτιμήσεις για κερδοφορία το 2026. Παραμένει ο προβληματισμός από την υπερσυγκέντρωση σε λίγες εταιρείες, ενώ ο νέος και μεγαλύτερος παράγοντας ανησυχίας προέρχεται από το ενδεχόμενο παρατεταμένης διάρκειας του πολέμου στη Μέση Ανατολή που θα φέρει στην επιφάνεια τον κίνδυνο στασιμοπληθωρισμού. Ισχύει μεν ότι οι ΗΠΑ είναι ανθεκτικότερες στον στασιμοπληθωρισμό έναντι της Ευρώπης, καθώς είναι καθαρός εξαγωγέας ενέργειας, εντούτοις, δεν πρέπει να λησμονείται ότι η αύξηση τιμών ενέργειας θα τις επηρεάσει αρνητικά. Σημειώνεται ότι, ήδη η εξάλειψη στην προθεσμιακή αγορά της πιθανότητας μειώσεων επιτοκίων από τη Fed έχει επιβαρύνει το κλίμα. Θετικά επιδρά στην κατηγορία το γεγονός ότι η αποτίμηση του S&P 500 έχει υποχωρήσει σημαντικά (12m Forward P/E: 19) σε σχέση με τον Οκτώβριο 2025 (~23). Η διόρθωση αυτή του δείκτη αποτίμησης στους τέσσερις μήνες που

προηγήθηκαν της έναρξης του πολέμου, προήλθε από αυξημένες ανησυχίες των επενδυτών για τις υψηλές αποτιμήσεις κυρίως των μεγάλων εταιρειών τεχνολογίας και στροφής τους σε μετοχές αξίας. Κυριότεροι λόγοι εντοπίζονται στις αναδυόμενες ανησυχίες που προέρχονται από το χώρο του AI και αφορούν στο κατά πόσο η νέα τεχνολογία θα προκαλέσει ισχυρά πλήγματα σε λοιπούς υποκλάδους ή εταιρείες. Θεωρούμε ωστόσο ότι η επιβάρυνση της μετοχικής κατηγορίας λόγω του AI ενδεχομένως να τείνει σε υπερβολή. Στην τρέχουσα συγκυρία ευνοείται η μετοχική αγορά των ΗΠΑ έναντι της Ευρωζώνης. Απαιτείται προσοχή απέναντι σε κινήσεις πανικού με αφορμή τα γεωπολιτικά γεγονότα καθώς ιστορικά, οι διορθωτικές τάσεις που προκαλούνται από αυτά έχουν μικρή διάρκεια. Στις ΗΠΑ, κατά την τρέχουσα περίοδο του πολέμου στη Μέση Ανατολή λιγότερες απώλειες έχουν επιδείξει οι μετοχές ανάπτυξης και οι μετοχές χαμηλής μεταβλητότητας. Σε ενδεχόμενη βραχύβια διάρκεια του πολέμου ευνοούνται μετοχές ανάπτυξης, ενώ σε ενδεχόμενο παρατεταμένης σύγκρουσης οι μετοχές αξίας, υψηλού εισοδήματος και χαμηλής μεταβλητότητας αναμένεται να αποδώσουν καλύτερα σε περιβάλλον αυξημένων επιτοκίων και συνθηκών που προσομοιάζουν με στασιμοπληθωρισμό. Στην Ευρώπη, στο τέλος Φεβρουαρίου ο δείκτης Stoxx 600 ενισχυόταν μέχρι και 7% από αρχές έτους. Εντούτοις έκτοτε καταγράφει ζημιές από αρχές έτους, ενώ σε δυσμενέστερη κατάσταση βρίσκονται οι μετοχικοί δείκτες DAX (Γερμανία) και CAC (Γαλλία). Εάν η σύρραξη διαρκέσει επί μακρόν αναμένουμε η Ευρώπη να πληγεί περισσότερο από τις ΗΠΑ ως προς την προοπτική ανάπτυξης λόγω ακριβότερων εισαγωγών ενέργειας και επιδεινωμένων πληθωριστικών προσδοκιών, με συνεπακόλουθη επιδείνωση των χρηματοοικονομικών συνθηκών. Περαιτέρω, αναμένεται να επιβαρυνθεί η κατηγορία μέσω της επιδείνωσης της αγοραστικής δύναμης και της εγχώριας ζήτησης. Η μετοχική αγορά της Ιαπωνίας κινήθηκε σε υψηλά επίπεδα αποτίμησης το 2025, με τον Πόλεμο στο Ιράν να την επηρεάζει σημαντικά καθώς η οικονομία εξαρτάται σημαντικά από τις εισαγωγές πετρελαίου. Υποστηρικτικά επιδρά η υποχώρηση του γιεν.

AI Disruption: Ποιες εταιρείες θα ηγηθούν στη νέα φάση;

Η τεχνητή νοημοσύνη έχει πλέον μετατραπεί από θεματική σε μακροοικονομική μεταβλητή, με επιδράσεις που εκτείνονται από τα εταιρικά κέρδη και την αγορά εργασίας έως και το ΑΕΠ. Η ταχεία ωρίμανση των generative και agentic συστημάτων AI έχει οδηγήσει σε επανατιμολόγηση των παγκόσμιων μετοχών, καθώς επανεξετάζεται η βιωσιμότητα πολλών επιχειρηματικών μοντέλων. Η πιο απτή έκφανση αυτής της μετάβασης είναι ο πρωτοφανής κύκλος κεφαλαιουχικών δαπανών, με τους έξι μεγαλύτερους hyperscalers (Amazon, Microsoft, Meta, Alphabet, Oracle, Apple) να έχουν προαναγγείλει επενδύσεις ≈\$650 δισ. το 2026, κυρίως σε ημιαγωγούς, κέντρα δεδομένων, δικτυακές υποδομές και ενεργειακά συστήματα.

Με αυτή την επενδυτική δυναμική, στους κερδισμένους συγκαταλέγονται οι κατασκευαστές ημιαγωγών και οι προμηθευτές hardware, καθώς αποτελούν τον πυρήνα του νέου κύκλου επενδύσεων που απαιτεί η τεχνητή νοημοσύνη. Η εικόνα είναι διαφορετική για επιχειρήσεις με χαμηλή διαφοροποίηση και μεγάλη έκθεση σε εργασίες που πλέον αυτοματοποιούνται από AI agents. Σε αυτή την κατηγορία ανήκουν τα παραδοσιακά μοντέλα λογισμικού SaaS (Software as a Service), οι υπηρεσίες εξυπηρέτησης πελατών και ορισμένες νομικές, συμβουλευτικές και διαμεσολαβητικές δραστηριότητες, οι οποίες αντιμετωπίζουν κίνδυνο συμπίεσης περιθωρίων κέρδους. Η πίεση αυτή αποτυπώθηκε χαρακτηριστικά στον υποκλάδο λογισμικού, που υποχώρησε έως και 30% από τα υψηλά του 2025, καθώς η αυτοματοποίηση αυτών των ροών υπονομεύει το μοντέλο τιμολόγησης ανά χρήστη που στήριξε το SaaS επί δύο δεκαετίες. Η επίδραση της τεχνητής νοημοσύνης στην αγορά εργασίας αποτελεί επίσης σημαντικό παράγοντα. Σε αντίθεση με προηγούμενα κύματα αυτοματοποίησης που επηρέαζαν κυρίως χειρωνακτικές εργασίες, η τεχνητή νοημοσύνη στοχεύει ρόλους υψηλής γνωσιακής έντασης. Προς το παρόν η μερική αποσταθεροποίηση της αγοράς εργασίας δεν προσφέρει σαφείς ενδείξεις ότι οφείλεται στην τεχνητή νοημοσύνη. Οι προοπτικές για νεοεισερχόμενους εργαζομένους χαμηλής εξειδίκευσης, ωστόσο, αναμένεται να επηρεαστούν. Μια παρατεταμένη εκτόπιση εργασιών γραφείου θα μπορούσε να πιέσει την κατανάλωση και να προκαλέσει προσωρινές επιδράσεις στην οικονομική δραστηριότητα. Ωστόσο, η ιστορία δείχνει ότι οι δομικές αυτές εξελίξεις δημιουργούν νέες μορφές εργασίας μακροπρόθεσμα, ενώ βραχυπρόθεσμα οι επιδράσεις τείνουν να είναι εντονότερες καθώς η οικονομία προσαρμόζεται.

Κατά την άποψή μας, η διόρθωση που σημειώθηκε στον κλάδο της τεχνολογίας από τις αρχές του έτους ήταν μεγαλύτερη από ό,τι δικαιολογούσαν τα θεμελιώδη μεγέθη. Ωστόσο, δεδομένων των ιδιαίτερα υψηλών αποτιμήσεων που είχαν προηγηθεί, αποτέλεσε μια υγιή προσαρμογή. Ως αποτέλεσμα, οι αποτιμήσεις έχουν πλέον επανέλθει σε σαφώς ελκυστικότερες ζώνες. Το περιβάλλον, παρ' όλα αυτά, έχει αλλάξει, καθώς οι αγορές δεν αντιμετωπίζουν πλέον τον κλάδο ως ενιαίο επενδυτικό αφήγημα. Ενισχύεται έτσι η ανάγκη για αυξημένη επιλεκτικότητα και μια ευρύτερη επανατοποθέτηση προς εταιρείες και κλάδους που μπορούν να αξιοποιήσουν την τεχνολογία χωρίς να εξαρτώνται αποκλειστικά από αυτήν. Παράλληλα, οι εκτεταμένες κεφαλαιουχικές δαπάνες έχουν ως αποτέλεσμα οι επενδυτές να μην αρκούνται πλέον στα υψηλά έσοδα, αλλά να απαιτούν σαφή και διατηρήσιμη επιτάχυνση στα καθαρά κέρδη. Σε αυτό το πλαίσιο, θεωρούμε ότι η διαφοροποίηση και η ανθεκτικότητα των επιχειρηματικών μοντέλων θα αποτελέσουν τη βάση επενδυτικής επιλογής και αποδόσεων.

Πιθανές επιπτώσεις από το AI disruption

Ευνοϊκές		Δυσμενείς	
Κατασκευαστές Ημιαγωγών	Οι προμηθευτές AI accelerators και συστημάτων υψηλής υπολογιστικής ισχύος επωφελούνται από την αυξανόμενη ζήτηση για υποδομές τεχνητής νοημοσύνης.	Λογισμικά μίας Λειτουργίας	Χωρίς ανταγωνιστικό πλεονέκτημα ή ιδιόκτητα δεδομένα, πολλά λογισμικά εργαλεία μπορούν εύκολα να αντικατασταθούν από λειτουργίες που ενσωματώνουν πλέον οι AI πλατφόρμες.
Cloud Υποδομές	Τα υπολογιστικά φορτία που σχετίζονται με την τεχνητή νοημοσύνη μετατοπίζουν τις δαπάνες από τις εφαρμογές προς την υποδομή και την υπολογιστική ισχύ.	Εταιρείες BPO & Υπηρεσιών	Εργασίες με μεγάλη εξάρτηση σε ανθρώπινο δυναμικό (call centers, payroll) αντιμετωπίζουν πιέσεις στα περιθώρια, καθώς η τεχνητή νοημοσύνη μειώνει τις ανάγκες προσωπικού.
Πλατφόρμες με Δεδομένα	Εταιρείες με ιδιόκτητα datasets ωφελούνται, καθώς η απόδοση των μοντέλων εξαρτάται ολοένα και περισσότερο από την πρόσβαση σε ποιοτικά δεδομένα.	Εργασίας Ρουτίνας	Επαναλαμβανόμενες εργασίες γνώσης (βασικός προγραμματισμός, νομικός έλεγχος, back office) υφίστανται συμπίεση περιθωρίων και αυξημένο κίνδυνο υποκατάστασης από την τεχνητή νοημοσύνη.
Δίκτυα Ηλεκτρισμού & Ενέργειας	Η αυξανόμενη κατανάλωση ηλεκτρικής ενέργειας από data centers ενισχύει εταιρείες κοινής ωφέλειας και παρόχους υποδομών ηλεκτρικών δικτύων.	Γενικό Περιεχόμενο & Εκπαιδευτικές Πλατφόρμες	Εξατομικευμένοι AI tutors και generative AI μειώνουν τη ζήτηση για τυποποιημένες, συνδρομητικές πλατφόρμες γνώσης.

Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών

Προτιμήσεις Κλάδων: Εστίαση σε κλάδους με ισχυρά θεμελιώδη και διαρθρωτική ανάπτυξη

Το παγκόσμιο επενδυτικό περιβάλλον από τις αρχές του 2026 χαρακτηρίζεται από μια σειρά μεταβαλλόμενων προκλήσεων, οι οποίες έχουν οδηγήσει σε μετατόπιση του επενδυτικού ενδιαφέροντος. Η στροφή αυτή, τροφοδοτούμενη μεταξύ άλλων από την επιτάχυνση των εφαρμογών τεχνητής νοημοσύνης και τις συνεχιζόμενες γεωπολιτικές εντάσεις, έχει αναδιαμορφώσει τη δυναμική των αγορών. Καθοριστικός αντισταθμιστικός παράγοντας παραμένει η υψηλή εταιρική κερδοφορία (S&P 500 εκτ. 2026: 18,5%). Σε κλαδικό επίπεδο, παραμένουμε θετικοί στον κλάδο κοινής ωφέλειας, λόγω της υψηλής μερισματικής απόδοσης και των ισχυρών διαρθρωτικών προοπτικών (S&P 500 Utilities – εκτ. κερδ. 2026: 11,1%), ενώ λειτουργεί θετικά ακόμη και σε περιβάλλον στασιμότητας. Οι προοπτικές ενισχύονται από την ηλεκτροδότηση βιομηχανικών και καταναλωτικών εφαρμογών, την αναβάθμιση δικτύων και την αυξανόμενη ζήτηση ενέργειας από την ανάπτυξη των data centers. Θετικό πρόσημο και για τον κλάδο βιομηχανίας, ο οποίος επωφελείται από τις επενδύσεις στην άμυνα και στα data centers (S&P 500 Industrials – εκτ. κερδ. 2026: 9,8%). Θετικοί στον κλάδο υγείας, λόγω του αμυντικού του προφίλ και της αναμενόμενης χαλάρωσης του ρυθμιστικού πλαισίου στον κλάδο (S&P 500 Healthcare – εκτ. κερδ. 2026: 6,4%). Στην τεχνολογία, η υποχώρηση από τις αρχές του έτους, κυρίως στον υποκλάδο λογισμικού, αντανακλά τις ανησυχίες για τις πιθανές επιπτώσεις της τεχνητής νοημοσύνης. Η υποχώρηση του Forward P/E στο 21x, σε συνδυασμό με την ισχυρή αναμενόμενη κερδοφορία (S&P 500 Technology – εκτ. 2026: 44,2%), βελτιώνει το προφίλ αποτίμησης, ενώ το επενδυτικό ενδιαφέρον μετατοπίζεται από την κλίμακα των επενδύσεων στην αποδοτικότητά τους, προκρίνοντας τη διαφοροποίηση εντός του κλάδου. Παραμένουμε

επιφυλακτικοί στον κλάδο καταναλωτικών αγαθών διαθέσιμου εισοδήματος (S&P 500 Cons. Discretionary: εκτ. κερδ. 2026: 8,8%). Ο κλάδος παραμένει εκτεθειμένος σε μια πιθανή οικονομική επιβράδυνση λόγω του κυκλικού του χαρακτήρα, με τις πιέσεις στην αγοραστική δύναμη να περιορίζουν τη ζήτηση. Επιφυλακτικοί και για τον κλάδο ακινήτων, καθώς η αβεβαιότητα γύρω από την πορεία των επιτοκίων και η υψηλή μόχλευση συνεχίζουν να επιβαρύνουν τα θεμελιώδη. Ουδέτερη στάθμιση για τον κλάδο α' υλών (S&P 500 Materials – εκτ. 2026: 26,9%), ο οποίος επωφελείται από τη σταθερή ζήτηση στη βιομηχανία και τις κατασκευές, ενώ ευνοείται και από την ανάπτυξη των data centers. Ουδέτερη στάθμιση και για τον κλάδο χρηματοοικονομικών, καθώς παρά τα ισχυρά θεμελιώδη και την ικανοποιητική κερδοφορία (S&P 500 Financials – εκτ. 2026: 9,7%), ο κλάδος παραμένει ευαίσθητος στις μεταβολές των επιτοκίων, με πιθανή μείωση της κλίσης της καμπύλης επιτοκίων να ασκεί πίεση στα καθαρά επιτοκιακά έσοδα. Σε ένα πιθανώς υποτονικό μακροοικονομικό περιβάλλον εντείνεται ο κίνδυνος επιδείνωσης της ποιότητας ενεργητικού, ενώ το private credit μπορεί να προσθέσει περαιτέρω πιέσεις. Ουδέτερη στάθμιση στον κλάδο ενέργειας, με την κερδοφορία να αναθεωρείτε ανοδικά (S&P 500 Energy – εκτ. 2026: 12,6%). Οι τιμές ενέργειας, μετά από μια περίοδο υπερπροσφοράς, εκτινάχθηκαν λόγω της Μέσης Ανατολής, με τον κλάδο να διατηρεί την υψηλή του μεταβλητότητα, αλλά να λειτουργεί ως αντιστάθμιση στις γεωπολιτικές κρίσεις. Ο κλάδος επικοινωνιών διατηρεί ουδέτερη εικόνα λόγω υψηλών αποτιμήσεων, υποτονικών αναθεωρήσεων κερδών και περιορισμένης τιμολογιακής ισχύος. Στα βασικά καταναλωτικά αγαθά, τα αμυντικά χαρακτηριστικά αντισταθμίζονται από την πληθωριστική πίεση και την περιορισμένη τιμολογιακή ισχύ.

Προτιμήσεις κλάδων

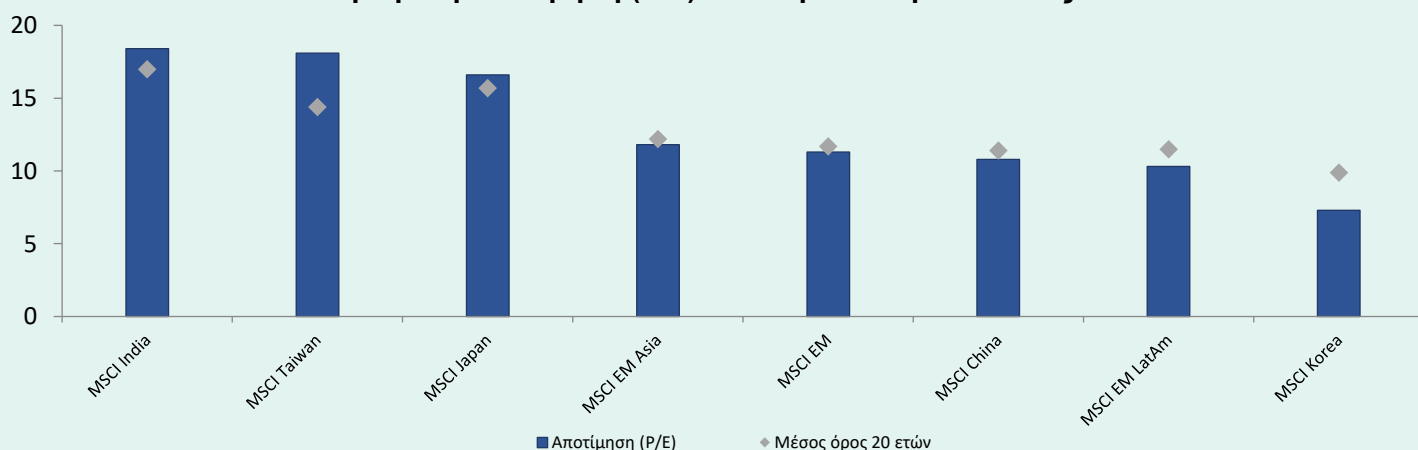
Ενδεικτική μεσοπρόθεσμη προοπτική παγκόσμιων κλάδων	Προτιμήσεις κλάδων			Μεταβολή έναντι προηγούμενου
	Αρνητική	Ουδέτερη	Θετική	
Τεχνολογικός			●	=
Χρηματοοικονομικός		●		-
Υγείας			●	+
Καταναλωτικών διαθέσιμου εισοδήματος	●			=
Βιομηχανικός			●	+
Βασικών καταναλωτικών		●		=
Επικοινωνιών		●		=
Ενέργειας		●		+
Α' υλών		●		-
Κοινής ωφέλειας			●	=
Αγοράς ακινήτων	●			-

Αναδυόμενες Αγορές: Ικανοποιητικά θεμελιώδη, αλλά αυξημένη αβεβαιότητα λόγω γεωπολιτικών εντάσεων και ισχυρότερου δολαρίου

Στις αναδυόμενες αγορές (EM), το έτος ξεκίνησε με ισχυρή δυναμική, στηριζόμενη από ευνοϊκές μακροοικονομικές συνθήκες, ελκυστικές αποτιμήσεις και ισχυρές προσδοκίες κερδοφορίας. Το βασικό σενάριο πριν από την πρόσφατη κλιμάκωση στη Μέση Ανατολή προέβλεπε περαιτέρω αποδυνάμωση του δολαρίου, εξέλιξη που παραδοσιακά λειτουργεί υποστηρικτικά για τα EM μέσω μείωσης του κόστους εξυπηρέτησης χρέους, ενίσχυσης της ρευστότητας και αύξησης των εισροών κεφαλαίων. Ωστόσο, οι γεωπολιτικές εντάσεις επιβάρυναν το κλίμα, οδηγώντας σε ενίσχυση του δολαρίου ως ασφαλούς καταφυγίου, ενώ οι προθεσμιακές αγορές τιμολογούν πλέον πιο περιοριστική νομισματική πολιτική από τις Κεντρικές Τράπεζες σε περίπτωση επίμονων πληθωριστικών πιέσεων. Η δυναμική αυτή συνδέεται με τους αυξημένους κινδύνους διαταραχών στις παγκόσμιες ροές πετρελαίου, επηρεάζοντας ιδιαίτερα την Κίνα λόγω της μεγαλύτερης εξάρτησης της από εισαγόμενη ενέργεια και της μεγαλύτερης μετακύλισης του κόστους στην εγχώρια οικονομία. Παρά τα ισχυρά θεμελιώδη, η περιορισμένη ορατότητα γύρω από τη διάρκεια της σύρραξης μπορεί να οδηγήσει σε βραχυπρόθεσμες αναθεωρήσεις. Σε αυτό το περιβάλλον υιοθετούμε πιο επιφυλακτική στάση σε τακτικό επίπεδο, έως ότου υπάρξει μεγαλύτερη σαφήνεια. Σε περίπτωση αποκλιμάκωσης, εκτιμούμε ότι οι θεμελιώδεις παράγοντες θα επανέλθουν στο προσκήνιο, με τις ελκυστικές αποτιμήσεις (forward P/E: 11,5x) και την ισχυρή αναμενόμενη αύξηση κερδοφορίας (forward EPS growth 2026: 41,2%) να δημιουργούν τις προϋποθέσεις υπεραπόδοσής τους. Στην Κίνα, ο OECD προβλέπει ρυθμό ανάπτυξης 4,4% για το 2026, με forward P/E στο 11,1x και εκτιμώμενη αύξηση κερδοφορίας 16,3%. Οι στοχευμένες

δημοσιονομικές και νομισματικές παρεμβάσεις έχουν συμβάλει στη σταθεροποίηση της οικονομίας, χωρίς ωστόσο να έχει επιτευχθεί ουσιαστική ανάκαμψη της εγχώριας ζήτησης. Παρά τις διαρθρωτικές αδυναμίες όπως υψηλό χρέος, υποτονική κατανάλωση και ευάλωτοι ισολογισμοί νοικοκυριών, η οικονομία διατηρεί ισχυρή εξαγωγική βάση και σημαντική τεχνολογική προσαρμοστικότητα, με τους κλάδους υψηλής τεχνολογίας να ενισχύουν το ανταγωνιστικό της πλεονέκτημα. Το γεωπολιτικό περιβάλλον, ωστόσο, αυξάνει την αβεβαιότητα, καθώς η Κίνα παραμένει εκτεθειμένη σε διαταραχές στις ενεργειακές ροές μέσω των Στενών του Hormuz, γεγονός που ενδέχεται να αυξήσει το ενεργειακό κόστος και να συμπίσει τα περιθώρια κερδοφορίας στη μεταποίηση. Η Ινδία παραμένει μία από τις ταχύτερα αναπτυσσόμενες αναδυόμενες οικονομίες, με προβλεπόμενο ρυθμό ανάπτυξης 6,1% για το 2026 (OECD), forward P/E στο 18,2x και αναμενόμενη αύξηση κερδοφορίας 12%. Η οικονομία στηρίζεται στην ανθεκτική εγχώρια κατανάλωση, την ενίσχυση της μεταποίησης και τη συνεχή άνοδο των εξαγωγών. Η πρόσφατη αποκλιμάκωση στο εμπορικό μέτωπο με τις ΗΠΑ και η μείωση των δασμών περί το 20% ενισχύουν την ανταγωνιστικότητα των εξαγωγικών κλάδων. Παράλληλα, η χώρα μειώνει την εξάρτησή της από ρωσικό πετρέλαιο, αυξάνοντας τις εισαγωγές από τις ΗΠΑ. Στη Λατινική Αμερική, οι αποτιμήσεις παραμένουν ελκυστικές (forward P/E: 10,2x), με ισχυρές προοπτικές κερδοφορίας (27,8%). Σε δομικό επίπεδο, τα EM διατηρούν ηγετικό ρόλο στην τεχνητή νοημοσύνη και τους ημιαγωγούς, με χώρες όπως η Κίνα, η Νότια Κορέα και η Ταϊβάν να ξεχωρίζουν.

Εκτιμώμενη αποτίμηση (P/E) έναντι μέσου όρου 20ετίας



Ελληνική Οικονομία: Δημοσιονομικά περιθώρια και υψηλή ενεργειακή εξάρτηση

Για το 2025, η ελληνική οικονομία παρουσίασε ανθεκτικότητα, με τον ρυθμό ανάπτυξης για το σύνολο του έτους να διαμορφώνεται στο 2,1%, υψηλότερα από τον μέσο όρο της Ευρωζώνης (1,5%). Η ισχυρή δυναμική της ελληνικής οικονομίας στηρίχθηκε στην ιδιωτική κατανάλωση και στις επενδύσεις. Επίσης, το 2025, τα δημοσιονομικά μεγέθη παρουσίασαν περαιτέρω βελτίωση.

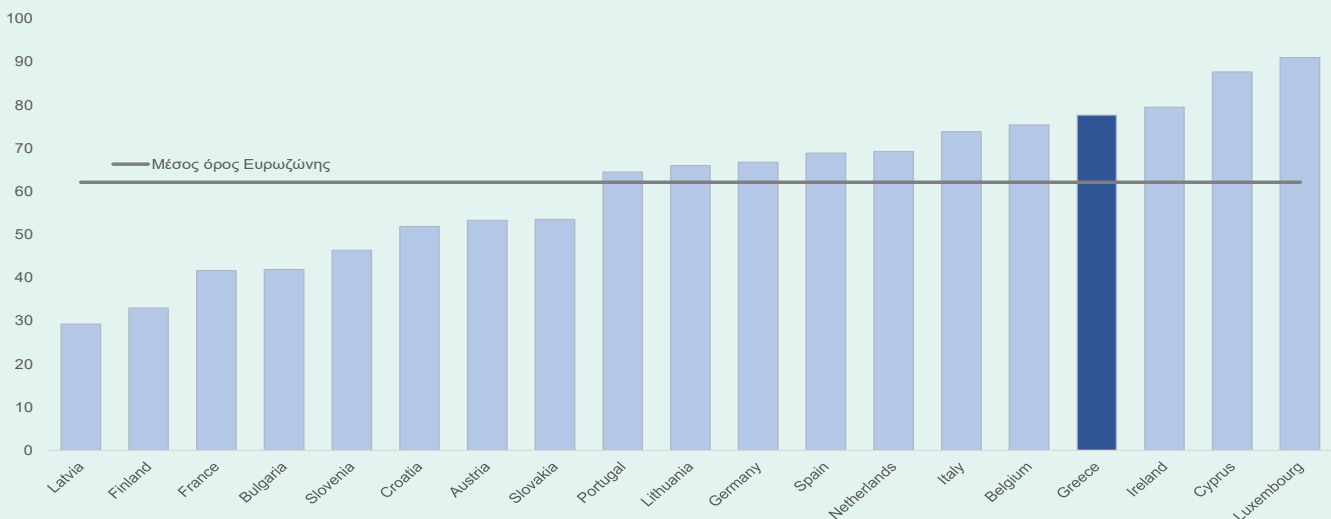
Για το 2026, η πορεία της ελληνικής οικονομίας θα εξαρτηθεί από τη διάρκεια που θα έχει η κρίση στη Μέση Ανατολή, καθώς και από το ενδεχόμενο διαταραχών στις παγκόσμιες εφοδιαστικές αλυσίδες. Το ΔΝΤ εκτιμά ότι η ελληνική οικονομία θα παρουσιάσει το 2026 ανάπτυξη κατά 1,8%. Η ελληνική οικονομία όπως και οι περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης εισάγει το μεγαλύτερο μέρος των αναγκών τους σε ενέργεια. Αναλυτικά, στην Ελλάδα για το σύνολο του 2024 το 77,7% των αναγκών για ενέργεια καλύφθηκε με εισαγωγές (μέσος όρος Ευρωζώνης: 62,2%), συνεπώς η αύξηση των τιμών του πετρελαίου και του φυσικού αερίου επηρεάζουν αρνητικά την κατανάλωση και περιορίζουν την αγοραστική δύναμη. Επίσης, η ελληνική οικονομία είναι ευάλωτη σε γεωπολιτικές εντάσεις, καθώς πιθανή παρατεταμένη κρίση στη Μέση Ανατολή θα μπορούσε να επηρεάσει αρνητικά τα έσοδα από τον τουρισμό. Αξίζει να αναφέρουμε ωστόσο, ότι σε περιόδους έντονης αβεβαιότητας όπως η πανδημία και ο πόλεμος στην Ουκρανία, ο ελληνικός τουρισμός

επέδειξε ανθεκτικότητα, με τις τουριστικές εισπράξεις να ανακάμπτουν σε σύντομο χρονικό διάστημα.

Ο βασικός βραχυπρόθεσμος παράγοντας κινδύνου για την οικονομία σχετίζεται με τον πληθωρισμό, ο οποίος τον Φεβρουάριο διαμορφώθηκε σε υψηλό (2,7%, Ιανουάριος: 2,5%) έξι μηνών. Τους επόμενους μήνες αναμένεται περαιτέρω άνοδος, καθώς η μέτρηση Φεβρουαρίου πραγματοποιήθηκε σε περίοδο που οι τιμές ενέργειας εμφάνιζαν ακόμη ετήσια υποχώρηση. Αντιθέτως, τον Μάρτιο, λαμβάνοντας υπόψη τις τρέχουσες υψηλές τιμές πετρελαίου και φυσικού αερίου, η ετήσια μεταβολή τους αναμένεται να ασκήσει ανοδική πίεση στον πληθωρισμό.

Δεδομένου ότι τα στοιχεία εκτέλεσης προϋπολογισμού συνεχίζουν να διαμορφώνονται καλύτερα του στόχου και το πρωτογενές πλεόνασμα κρατικού προϋπολογισμού για το 2025 διαμορφώθηκε περί τα €8 δισ., η ελληνική οικονομία διαθέτει δημοσιονομικά περιθώρια για να λάβει τα κατάλληλα μέτρα αντιμετώπισης των υψηλών τιμών ενέργειας. Η διεύρυνση του 10ετούς spread των ελληνικών ομολόγων σε υψηλό (90 μ.β.) από τον Απρίλιο του 2025, αποδίδεται κυρίως στη γενικότερη επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος λόγω της κρίσης στη Μέση Ανατολή και όχι σε μεμονωμένο κίνδυνο χώρας, καθώς οι ανάγκες αναχρηματοδότησης του χρέους είναι χαμηλές και τα πρωτογενή πλεονάσματα παραμένουν σε ισχύ.

Εισαγωγές ενέργειας % των συνολικών αναγκών χωρών Ευρωζώνης, 2024



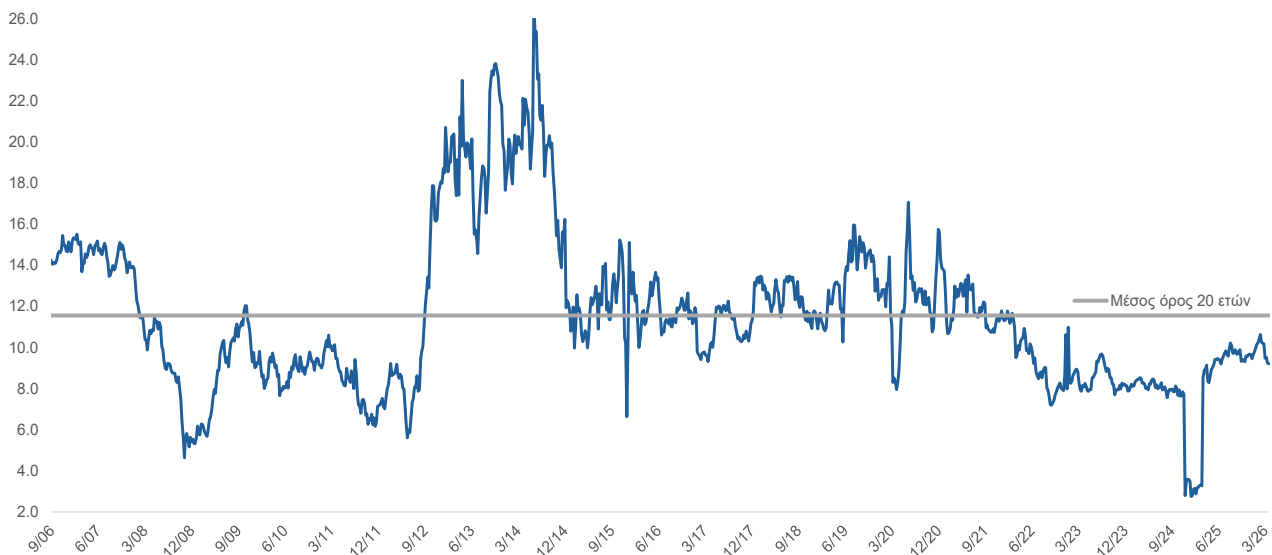
Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Eurostat

Πώς επηρεάζεται ο ελληνικός μετοχικός δείκτης από την κρίση στη Μέση Ανατολή;

Ο μετοχικός δείκτης στην Ελλάδα (ASE) ανήλθε στις 4 Φεβρουαρίου στο υψηλότερο (2.407) επίπεδο του από το 2009, με τη συνολική του απόδοση την περίοδο εκείνη να φτάνει έως και 14%. Η ελληνική μετοχική αγορά υποστηρίχθηκε, καθώς η οικονομία παρουσίασε ανθεκτικότητα το 2025, το ποσοστό ανεργίας υποχώρησε στα χαμηλότερα επίπεδα από το 2008, οι ισολογισμοί των τραπεζών παραμένουν ισχυροί και συνεχίστηκαν οι εκταμιεύσεις των πόρων του Ταμείου Ανάκαμψης. Ωστόσο, από τα μέσα Φεβρουαρίου και μετά ο δείκτης παρουσιάζει υποχώρηση, επηρεαζόμενος από τη γενικότερη επιδείνωση του επενδυτικού κλίματος λόγω της κρίσης στη Μέση Ανατολή.

Σημειώνεται ότι η πτώση του δείκτη από τα υψηλά Φεβρουαρίου διαμορφώνεται στο -16%. Αξίζει να αναφέρουμε ότι τον Απρίλιο του 2025, όταν οι διεθνείς χρηματιστηριακές αγορές κατέγραψαν ισχυρές απώλειες μετά τις ανακοινώσεις του Προέδρου των ΗΠΑ για επιβολή υψηλότερων δασμών, η πτώση του ελληνικού δείκτη είχε φτάσει έως το -15%. Αξιοσημείωτη, όσον αφορά την ανθεκτικότητα της αγοράς το 2025, ήταν η ταχύτητα ανάκαμψης, καθώς η πτώση του δείκτη κατά 15% καλύφθηκε σε μόλις 21 ημέρες. Σημειώνεται ότι ο δείκτης αποτίμησης (P/E) του ελληνικού χρηματιστηριακού δείκτη ASE διαμορφώνεται πλέον σε χαμηλό (9 φορές) από τον Νοέμβριο του 2025, με τον μέσο όρο 20 ετών να είναι στις 11,5 φορές. Δεδομένου ότι η αποτίμηση των ελληνικών μετοχών μετά την πρόσφατη διόρθωση θεωρείται ελκυστικότερη, παραμένοντας χαμηλότερα τόσο από τον ιστορικό μέσο όρο όσο και από τον αντίστοιχο δείκτη των αναδυόμενων αγορών, εκτιμάται ότι η ζήτηση για ελληνικές μετοχές θα επανέλθει σε περίπτωση αποκλιμάκωσης της κρίσης στη Μέση Ανατολή. Για όσο χρονικό διάστημα παραμένει η αβεβαιότητα, οι ελληνικές μετοχές θα συνεχίσουν να επηρεάζονται, δεδομένου ότι η ελληνική οικονομία, όπως και οι περισσότερες χώρες της Ευρωζώνης, επηρεάζεται αρνητικά από τις υψηλότερες τιμές ενέργειας. Επίσης, το γεγονός ότι ο ελληνικός μετοχικός δείκτης έχει μεγάλη στάθμιση σε τράπεζες τον καθιστά λιγότερο ανθεκτικό σε περιπτώσεις επιδείνωσης των χρηματοπιστωτικών συνθηκών και σε περιόδους που μειώνεται η κλίση της καμπύλης των επιτοκίων. Σε περίπτωση που επιτευχθεί συμφωνία κατάπαυσης του πυρός στη Μέση Ανατολή και σταδιακά αποκατασταθούν οι ροές πετρελαίου μέσω των Στενών του Hormuz, ο ελληνικός μετοχικός δείκτης αναμένεται να σημειώσει ταχεία ανάκαμψη παρόμοια με εκείνη που σημείωσε το 2025. Επίσης, η ζήτηση από ξένους επενδυτές αναμένεται να ενισχυθεί λόγω της ελκυστικής αποτίμησης και της προοπτικής η ελληνική μετοχική αγορά να αναβαθμιστεί από αναδυόμενη σε ανεπτυγμένη.

Δείκτης αποτίμησης (Forward P/E) μετοχικού δείκτη ASE, 2006 - 2026



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Εμπορεύματα: Η κρίση στη Μέση Ανατολή ασκεί ανοδικές πιέσεις στις τιμές ενέργειας

Πετρέλαιο – Τιμές Ενέργειας

Στις 9 Μαρτίου, η τιμή του πετρελαίου (WTI) ανήλθε στο υψηλότερο επίπεδο (\$119,48/βαρέλι) από τον Ιούνιο του 2022. Η άνοδος προήλθε από την απότομη κλιμάκωση των εντάσεων στη Μέση Ανατολή η οποία έχει οδηγήσει σε μία από τις εντονότερες ενεργειακές κρίσεις των τελευταίων δεκαετιών. Παράγοντες που ενίσχυσαν την τιμή αποτελούν οι επιθέσεις σε υποδομές ενέργειας καθώς και ο περιορισμός της διέλευσης πετρελαιοφόρων από τα στενά του Hormuz μέσω των οποίων διακινείται περίπου το 20% της παγκόσμιας παραγωγής πετρελαίου. Ως αποτέλεσμα, οι χώρες του Κόλπου έχουν μειώσει προσωρινά την παραγωγή τους κατά περίπου 10 εκατ. βαρέλια ημερησίως καθώς τα ποσοστά αποθήκευσης έχουν φτάσει στο υψηλότερο επίπεδο, ενώ εναλλακτικές οδοί μεταφοράς μέσω αγωγών στη Σαουδική Αραβία και στα ΗΑΕ δεν επαρκούν για πλήρη υποκατάσταση των ροών. Η Ασία επηρεάζεται περισσότερο καθώς απορροφά περίπου το 80% των ροών που διέρχονται από τα Στενά. Σημειώνεται ότι στην Κίνα κατευθύνεται άνω του 70% των εξαγωγών πετρελαίου του Ιράν. Εκτεθειμένη σε μεγάλο βαθμό παραμένει και η Ευρώπη λόγω της υψηλής εξάρτησης από εισαγωγές ενέργειας. Αντιθέτως, οι ΗΠΑ εμφανίζουν μεγαλύτερη ανθεκτικότητα λόγω της εγχώριας παραγωγής σχιστολιθικού πετρελαίου και φυσικού αερίου. Στις προσπάθειες σταθεροποίησης των τιμών η ΔΕΑ προχώρησε σε απελευθέρωση κατά 400 εκατ. βαρελιών πετρελαίου από στρατηγικά αποθέματα, που αποτελεί τη μεγαλύτερη ιστορικά. Επίσης, ο OPEC+ αποφάσισε αύξηση παραγωγής κατά 206.000 βαρέλια την ημέρα από τον Απρίλιο. Κρίσιμη για την τιμή παραμένει η διάρκεια και η ένταση της σύρραξης. Στο ενδεχόμενο μιας βραχύβιας κρίσης αναμένουμε την τιμή του WTI να υποχωρήσει και να σταθεροποιηθεί σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα περί τα \$80/βαρέλι. Αυτό διότι ακόμη και μετά την ομαλοποίηση των γεωπολιτικών εντάσεων, τα χαμηλότερα αποθέματα και η καθυστέρηση στην επαναφορά παραγωγής θα διατηρήσουν την καμπύλη των ΣΜΕ σε υψηλότερα επίπεδα σε σχέση με την προ κρίσης περίοδο. Σε τυχόν παράταση της κρίσης, με την τιμή κοντά στα \$100/βαρέλι, θα ενισχυθούν οι ανησυχίες για περιβάλλον στασιμότητας.

Χρυσός – Πολύτιμα Μέταλλα

Η τιμή του χρυσού παρουσιάζει καθοδική τάση σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα, μετά το ιστορικό υψηλό (\$5.595,47/ουγγιά) στις 29 Ιανουαρίου. Από την έναρξη της σύρραξης στη Μέση Ανατολή έχει υποχωρήσει κατά 15%, καθώς η άνοδος των τιμών ενέργειας ενίσχυσε τις πληθωριστικές ανησυχίες που ώθησαν ανοδικά τις αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων και το δολάριο, λειτουργώντας επιβαρυντικά για τον χρυσό. Στις πιέσεις συνέβαλε και η αναπροσαρμογή των προσδοκιών για την πορεία των επιτοκίων της ΕΚΤ, καθώς η προθεσμιακή αγορά αποτιμά πλέον περίπου τρεις αυξήσεις συγκριτικά με πριν τη σύρραξη που αποτιμούσε μία μείωση. Ως αποτέλεσμα, στην τρέχουσα κρίση ο χρυσός δεν επιβεβαιώνει τον ρόλο του ως ασφαλές καταφύγιο. Στο βασικό σενάριο όπου η κρίση αποκλιμακωθεί και η τιμή του πετρελαίου υποχωρήσει σταδιακά από τα τρέχοντα επίπεδα, η τιμή του χρυσού αναμένεται να ανακάμψει. Επομένως, το τρέχον επίπεδο του χρυσού θεωρείται ελκυστικό σημείο εισόδου, δεδομένου ότι βραχυπρόθεσμα η τιμή έχει προσεγγίσει υπερπυλωμένα επίπεδα. Σε περίπτωση παρατεταμένης κρίσης, με το πετρέλαιο να παραμένει κοντά στα \$100/βαρέλι δεν αποκλείεται περαιτέρω υποχώρηση προς το σημαντικό επίπεδο στήριξης των \$4.096/ουγγιά (ΚΜΟ 200 ημερών).

Βασικά Μέταλλα

Μεσοπρόθεσμα θεωρούμε ουδέτερη την προοπτική των βασικών μετάλλων. Αρνητικά επιδρούν οι εξελίξεις στη Μέση Ανατολή, καθώς ακόμη και σε σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης, η παγκόσμια οικονομία εκτιμάται ότι θα εμφανίσει ενδείξεις επιβράδυνσης. Πρόσθετες πιέσεις ασκούν η υποχώρηση της μεταποιητικής δραστηριότητας, ιδίως στην Κίνα, καθώς και η ενίσχυση του δολαρίου. Μακροπρόθεσμα οι συνθήκες υπερβάλλουσας ζήτησης λόγω μεγετασεων παραμένουν υποστηρικτικές. Η ενεργειακή μετάβαση, η ανάπτυξη των data centres και η παραγωγή μπαταριών ενισχύουν διαρθρωτικά τη ζήτηση. Ο χαλκός ξεχωρίζει ως μέταλλο στρατηγικής σημασίας. Τα βασικά μέταλλα παραμένουν στρατηγική επιλογή για επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Αγορά Συναλλάγματος: Οι επιπτώσεις της σύρραξης στον πληθωρισμό και στην ανάπτυξη, βασικοί καταλύτες για την ισοτιμία ευρώ/δολάριο

Τέλος Ιανουαρίου, η ισοτιμία ευρώ/δολάριο προσέγγισε υψηλό (\$1,2081) από τον Ιούνιο του 2021. Παράγοντες που την επηρέασαν ανοδικά ήταν (1) το “Sell America” των επενδυτών λόγω των απρόβλεπτων πολιτικών του Προέδρου Trump, ο οποίος απειλούσε με δασμούς σε ευρωπαϊκά προϊόντα καθόσον δεν λάμβανε υποστήριξη στη βούλησή του για προσάρτηση της Γροιλανδίας, (2) η προσδοκία για μειώσεις επιτοκίων από τη Fed με αμετάβλητα επιτόκια από την ΕΚΤ, (3) η υποστήριξη του Προέδρου των ΗΠΑ στο αδύναμο δολάριο. Ο πόλεμος στη Μ. Ανατολή άλλαξε άρδην τις συνιστώσες και προκάλεσε ενίσχυση του δολαρίου, με την ισοτιμία να προσεγγίζει χαμηλό (\$1,1411) από τον Αύγουστο του 2025. Παράγοντες υπέρ του δολαρίου περιλαμβάνουν: (1) την επανεμφάνιση του χαρακτηριστικού του ως ασφαλές καταφύγιο και παγκόσμιο αποθεματικό νόμισμα ευνοούμενο από την πολεμική σύρραξη (2) το γεγονός ότι οι οικονομικές επιπτώσεις στην Ευρωζώνη θα είναι δυσμενέστερες σε σχέση με τις ΗΠΑ καθόσον η Ευρωζώνη είναι καθαρός εισαγωγέας ενέργειας και οι ΗΠΑ καθαρός εξαγωγέας. Το τελευταίο αποτυπώνεται και στη διεύρυνση κατά 36 μ.β. των πραγματικών αποδόσεων στη λήξη κρατικών ομολόγων μακρινής διάρκειας ΗΠΑ έναντι Γερμανίας. Δεν θα ήταν υπερβολή ενδεχόμενη υποχώρηση της ισοτιμίας κάτω του \$1,1411 λόγω του χαρακτηριστικού ασφαλούς καταφυγίου του δολαρίου. Ωστόσο το γεγονός ότι στα επίπεδα αυτά η ισοτιμία παρουσίασε αγοραστικό ενδιαφέρον αποτελεί

σημείο στήριξης. **Βραχυπρόθεσμα**, εκτιμούμε τρία πιθανά σενάρια. **Το πρώτο** αφορά σε αποκλιμάκωση της σύρραξης και υποχώρηση τιμών ενέργειας. Σε αυτή την περίπτωση εκλείπει η ανάγκη χρήσης του δολαρίου ως ασφαλές καταφύγιο. Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο αναμένεται να κινηθεί υψηλότερα, λόγω επαναφοράς του “Sell America”, και λόγω διάψευσης των εκτιμήσεων για σημαντική επιδείνωση της οικονομίας της Ευρωζώνης. **Το δεύτερο** αφορά σε μερική κλιμάκωση της σύρραξης, αυξανόμενο πληθωρισμό και περισσότερες αυξήσεις επιτοκίων από την ΕΚΤ έναντι της Fed, χωρίς το σενάριο της παγκόσμιας ύφεσης. Σε αυτό το σενάριο οι αγορές θα εστιάσουν περισσότερο στη διαφορά των επιτοκίων παρά στη διαφορά της δυναμικής των δυο οικονομιών, και η ισοτιμία αναμένεται να κινηθεί ανοδικά λόγω περισσότερων αυξήσεων επιτοκίων από την ΕΚΤ έναντι της Fed. **Το τρίτο** αφορά σε σημαντική κλιμάκωση, με υποχώρηση της ισοτιμίας καθόσον θα αναδειχθεί εντονότερα το χαρακτηριστικό του δολαρίου ως ασφαλές καταφύγιο.

Μεσοπρόθεσμα, εφόσον υπάρχει σε βάθος χρόνου αποκλιμάκωση, αλλά και σε περίπτωση που δεν πληγεί σε σημαντικό βαθμό η ευρωπαϊκή οικονομία, αναμένουμε την ισοτιμία προς τα \$1,2000, καθόσον θα εκλείψει η ανάγκη χρήσης του δολαρίου ως ασφαλές καταφύγιο και θα επανέλθει το “Sell America” (μείωση τοποθετήσεων στις ΗΠΑ υπέρ άλλων γεωγραφικών περιοχών).

Ισοτιμία ευρώ/δολάριο και διαφορά επιτοκίου αναφοράς ΕΚΤ - Fed, 2011 – 2027



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

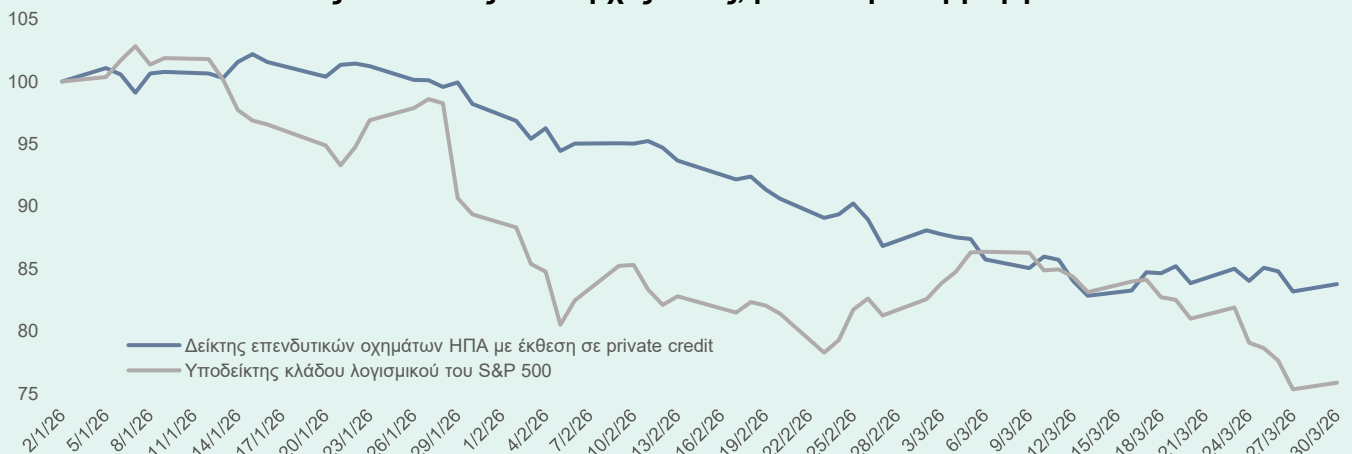
Ψηφιακά επενδυτικά στοιχεία – Digital assets

Η τιμή spot του Bitcoin υποχώρησε τον Φεβρουάριο σε χαμηλό από τον Οκτώβριο του 2024, τέσσερις μήνες μετά το ιστορικό υψηλό του (\$126.251). Η επιστροφή προς τα επίπεδα της περιόδου προ των αμερικανικών εκλογών του 2024 υποδηλώνει ότι η ώθηση που είχε στηριχθεί στις προσδοκίες για ευνοϊκότερη στάση της κυβέρνησης Trump, σταδιακά εξασθενεί. Στις πιέσεις συνέβαλαν ο περιορισμός του επενδυτικού ενδιαφέροντος και η εξασθένηση της ευρύτερης διάθεσης για ανάληψη κινδύνου. Η πορεία αυτή αναδεικνύει και το μεταβαλλόμενο προφίλ κινδύνου του Bitcoin. Αναλυτικά, η συσχέτισή του με τον χρυσό παραμένει χαμηλή, ενώ αποδυναμωμένη εμφανίζεται και η σχέση του με την παγκόσμια ρευστότητα (M2), την οποία ιστορικά ακολουθούσε. Αντιθέτως, τελευταία η τιμή του κινείται πιο κοντά στον υποδείκτη λογισμικού. Παρά ταύτα, μετά την έναρξη της σύρραξης στη Μ. Ανατολή, το Bitcoin καταγράφει θετικές αποδόσεις έναντι των περισσότερων βασικών κατηγοριών περιουσιακών στοιχείων που βρίσκονται υπό πίεση, με τις εισροές σε ETFs να επιταχύνονται. Η αγορά των stablecoins συνεχίζει να διευρύνεται. Συνολικά, η ανθεκτικότητα που εμφανίζει το Bitcoin στην τρέχουσα κρίση αναδεικνύει το διαρκώς μεταβαλλόμενο επενδυτικό του προφίλ. Συνεπώς, οι τοποθετήσεις σε Digital Assets κρίνονται κατάλληλες για επενδυτές με υψηλή ανοχή στον κίνδυνο και μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

Ιδιωτικές αγορές - Private markets

Αδιαμφισβήτητα, το φλέγον ζήτημα στις ιδιωτικές αγορές τους τελευταίους μήνες είναι οι ανησυχίες που έχουν εμφανιστεί στον χώρο των ιδιωτικών πιστώσεων (private credit). Χρηματοοικονομικοί κολοσσοί έχουν περιορίσει τις εξαγορές από επενδυτικά οχήματα στον κλάδο ιδιωτικών πιστώσεων. Επιπλέον, αναπροσαρμόστηκε καθοδικά η αξία ορισμένων ιδιωτικών δανείων που είχαν δοθεί σε εταιρείες λογισμικού, των οποίων η τιμολόγηση γίνεται μέσω μοντέλων εφόσον δεν υπάρχει ενεργή αγορά. Πίσω από αυτές τις ανησυχίες κρύβονται οι επιπτώσεις του AI στον υποκλάδο λογισμικού, κάτι που έχει γίνει επίσης εμφανές από τις αρχές του χρόνου και στη μετοχική αγορά. Παρά ταύτα, οι κίνδυνοι φαίνονται προς το παρόν περιορισμένοι σε αυτό το τμήμα της αγοράς και δεν εμφανίζουν χαρακτηριστικά συστημικής κρίσης. Εξάλλου, είναι λογικό ο χώρος ιδιωτικών πιστώσεων να πληγεί πρώτος διότι από εκεί χρηματοδοτούνται πιο μικρές εταιρείες με πιο ριψοκίνδυνα επιχειρηματικά μοντέλα, που ενέχουν και πιο μεγάλο πιστωτικό κίνδυνο. Τα πιστωτικά περιθώρια στις δημόσιες αγορές έχουν διευρυνθεί στο ίδιο διάστημα, αλλά αυτό οφείλεται κυρίως στην κρίση στη Μέση Ανατολή. Τα ιδιωτικά επενδυτικά οχήματα δικαιούνται να αναστέλλουν τις εξαγορές προκειμένου να προστατέψουν τις μακροπρόθεσμες στρατηγικές τους. Ωστόσο, το παρόν περιβάλλον καταδεικνύει κάποιο προβληματισμό, τουλάχιστον βραχυπρόθεσμα.

Απόδοση υποδείκτη λογισμικού και δείκτη αναφοράς επενδυτικών οχημάτων ΗΠΑ με έκθεση σε ιδιωτικές πιστώσεις από αρχές έτους, με αναπροσαρμογή στο 100



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

**Θεματικές Επιλογές:
Προστασία απέναντι στον
στασιμοπληθωρισμό
μέσω επενδύσεων σε
ενέργεια, εμπορεύματα,
φυσικούς πόρους και
ομόλογα συνδεδεμένα με
τον πληθωρισμό**

Η φάση του οικονομικού κύκλου επηρεάζει σε σημαντικό βαθμό τις επενδύσεις. Αυτό περιλαμβάνει και την αναμενόμενη απόδοση κάθε επενδυτικής κατηγορίας αλλά και το κατά πόσο η κάθε κατηγορία προσφέρει διαφοροποίηση ή όχι. Στη φάση ανάκαμψης ευνοούνται μετοχές κυκλικών κλάδων, και ομόλογα αυξημένου κινδύνου. Στη φάση της ύφεσης ευνοούνται κυρίως τα ομόλογα υψηλής φερεγγυότητας. Σε συνθήκες υψηλής ανάπτυξης με υψηλό πληθωρισμό (reflation) ευνοούνται τα real assets, τα εμπορεύματα, και οι μετοχές αξίας. Ενώ στη φάση του στασιμοπληθωρισμού οι επιλογές περιορίζονται και γίνονται δυσκολότερες. Ο στασιμοπληθωρισμός είναι το απευκαίο σενάριο για μια Κεντρική Τράπεζα. Από επενδυτικής σκοπιάς οι δυσκολίες περιλαμβάνουν κυρίως την έλλειψη διαφοροποίησης μεταξύ επενδυτικών κατηγοριών, αφού μετοχές και ομόλογα κινούνται παράλληλα, όπως έγινε το 2022 (συντελεστής συσχέτισης ενός έτους: 0,94 το 2022, από -0,52 το 2021). Για διέξοδο διαφοροποίησης, ο επενδυτής θα πρέπει να καταφύγει στα εξής: Χρηματοοικονομικά παράγωγα ενέργειας τα οποία σε περιόδους υψηλών πληθωριστικών προσδοκιών, κινούνται αντίθετα με τη μετοχική κατηγορία (συντελεστής συσχέτισης 2022: -0,49), καθώς και επενδύουν στον εξωγενή παράγοντα που δημιουργεί πληθωρισμό προσφοράς. Επίσης μετοχές εταιρειών ενέργειας, οι οποίες αποτελούν εναλλακτική προσέγγιση της έκθεσης σε ενέργεια, προσθέτοντας μετοχικό ρίσκο.

Οι μετοχές αυτές, μαζί με τα χρηματοοικονομικά παράγωγα πετρελαίου, ενέχουν τον κίνδυνο σε περίπτωση που ο πόλεμος έχει βραχύβια διάρκεια, να υποστούν απώλειες συνέπεια ενδεχόμενης συμφωνίας των Αραβικών χωρών με τις ΗΠΑ για αύξηση παραγωγής μετά τη λήξη του πολέμου. Περαιτέρω, διαφοροποίηση προσφέρει η επένδυση σε εταιρείες που εκμεταλλεύονται φυσικούς πόρους καθώς τα έσοδά τους είναι συνάρτηση πραγματικών πρώτων υλών περιορισμένης διαθεσιμότητας, όπως είναι (εκτός του πετρελαίου και του φυσικού αερίου) τα αγροτικά προϊόντα, τα μεταλλεύματα, ο άνθρακας, η ξυλεία, το νερό, τα τρόφιμα και τα χημικά. Η χρησιμότητά τους εντοπίζεται μεταξύ τοποθέτησης σε μετοχές και εμπορεύματα. Η τοποθέτηση σε μετοχές φυσικών πόρων είναι περισσότερο χρήσιμη όταν η πεποίθηση για στασιμοπληθωρισμό δεν είναι απόλυτη, αλλά αφήνει περιθώρια απόκλισης. Ισχύει ότι η σημαντική ικανότητα των μετοχών για προστασία από πληθωρισμό φθίνει με τον στασιμοπληθωρισμό, ωστόσο ακόμα και σε αυτές τις συνθήκες υπάρχουν εταιρείες κάποιων υποκλάδων που είναι ανθεκτικές. Επιπλέον, σημαντική διαφοροποίηση παρέχουν τα κρατικά ομόλογα συνδεδεμένα με τον πληθωρισμό, τα οποία ειδικά στις ΗΠΑ διατηρούν μεγάλη ρευστότητα (TIPS). Στη τρέχουσα κατάσταση ο χρυσός προσφέρει περιορισμένη διαφοροποίηση λόγω της προοπτικής υψηλότερων επιτοκίων και συγκυριακών επιτοκίων, παρόλο που ιστορικά ωφελείται σε περιόδους κρίσεων.

Φάσεις Οικονομικού Κύκλου και προτιμητέες επενδύσεις



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών

Προοπτική Διεθνών Αγορών και Μακροοικονομικών Μεγεθών

Τρέχον: τιμή κλεισίματος στις 27 Μαρτίου 2026

Ο κατωτέρω πίνακας αποτελεί σύνοψη των προβλεπόμενων τάσεων διεθνών αγορών και μακροοικονομικών μεγεθών για τα εν λόγω διαστήματα προκειμένου να αποτυπώσει τις τάσεις που διακρίνουμε στο πλαίσιο της επενδυτικής διαδικασίας. Συνεπώς, δεν θα πρέπει να θεωρείται ότι αποτελεί μεμονωμένα σύσταση για αγορά ή πώληση υποκείμενων τίτλων με συγκεκριμένη τιμή στόχο για τα μεγέθη που σχετίζονται και καταγράφονται επί αυτού.

ΑΕΠ ετήσια μεταβολή (%)			Αγορά Συναλλάγματος				
	*2026	*2027	Τρέχον	Q2 26	Q3 26	Q1 27	
ΗΠΑ	2,0	1,7	EUR/USD	1,1509	1,1700	1,1900	1,2000
Ευρωζώνη	0,8	1,2	USD/JPY	160,31	158,00	155,00	153,00
Μ. Βρετανία	0,7	1,3	GBP/USD	1,3259	1,3300	1,3400	1,3500
Ιαπωνία	0,9	0,9	USD/CHF	0,7990	0,7900	0,7900	0,7800
Κίνα	4,4	4,3					

*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Μάρτιος 2026

Πληθωρισμός (%)			Αγορά Κρατικών Ομολόγων (απόδοση στη λήξη 10ετούς ομολόγου %)		
	*2026	*2027	Τρέχον	Δεκ. 26	
ΗΠΑ	4,2	1,6	ΗΠΑ	4,43	4,20
Ευρωζώνη	2,6	2,1	Γερμανία	3,09	3,10
Μ. Βρετανία	4,0	2,6	Μ. Βρετανία	4,97	4,90
Ιαπωνία	2,4	1,9	Ιαπωνία	2,39	2,50
Κίνα	1,3	1,1			

*Προβλέψεις ΟΟΣΑ Μάρτιος 2026

Επιτόκιο Κεντρικής Τράπεζας (%)			Αγορά Εμπορευμάτων και Ενέργειας		
	Τρέχον	Σε 12 μήνες	Τρέχον	Δεκ. 26 (εκτ. Bloomberg)	
Fed (άνω εύρος)	3,75	3,25	WTI	\$99,64	\$66,00
ΕΚΤ (καταθέσεων)	2,00	2,25	Gold	\$4.494	\$5.000
Τράπεζα Αγγλίας	4,00	4,25	Copper	\$12.195	\$11.800
Τράπεζα Ιαπωνίας	0,50	0,75			

Μετοχικοί Δείκτες					
	Τρέχον	**Δεκ. 26	Συνολική απόδοση 3 μηνών	Συνολική απόδοση 1 έτους	Συνολική απόδοση 3 ετών
S&P 500	6,369	7,500	-7,8%	12,9%	66,8%
Stoxx 600	575	630	-1,6%	8,6%	43,2%
Nikkei	53,373	61,600	6,1%	43,1%	105,8%
MSCI EM	1,437	1,830	3,7%	30,4%	62,3%

**Διάμεσος εκτίμηση αναλυτών (Bloomberg).
Η συνολική απόδοση είναι σε τοπικά νομίσματα

Κατανομή Επενδύσεων: Παραμένουμε επενδεδυμένοι με ευρεία διασπορά και επιλογές που προσφέρουν αντιστάθμιση σε σενάριο τύπου στασιμοπληθωρισμού

Η κρίση στη Μέση Ανατολή και οι αρνητικές επιπτώσεις τόσο στις προοπτικές του πληθωρισμού όσο και της παγκόσμιας οικονομίας υπενθυμίζει την ανάγκη διαφοροποιημένων χαρτοφυλακίων. Παρά την αυξημένη μεταβλητότητα, παραμένουμε επενδεδυμένοι, αυξάνοντας τη διασπορά σε επιλογές ανθεκτικές σε σενάριο τύπου στασιμοπληθωρισμού.

Μετοχές: Στη μετοχική κατηγορία έχουμε προτίμηση στις αναδυόμενες έναντι των ανεπτυγμένων αγορών σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα. Στο σενάριο αποκλιμάκωσης της έντασης στη Μ. Ανατολή, εκτιμούμε ότι οι θεμελιώδεις παράγοντες θα επανέλθουν στο προσκήνιο για τις αναδυόμενες αγορές, με τις ελκυστικές αποτιμήσεις και την ισχυρή αναμενόμενη αύξηση κερδοφορίας να δημιουργούν τις προϋποθέσεις για την υπεραπόδοσή τους. Η ικανοποιητική κερδοφορία συνεχίζει να στηρίζει τη μετοχική κατηγορία των ΗΠΑ. Σημειώνεται ωστόσο ότι οι ανησυχίες για ενίσχυση του πληθωρισμού, επιδεινώνουν το κλίμα και περιορίζουν τη στάση μας σε ουδέτερη. Η μετοχική αγορά της Ευρωζώνης είναι πιο ευάλωτη στις υψηλές τιμές ενέργειας και ο στασιμοπληθωρισμός βρίσκει πιο πρόσφορο έδαφος από ότι στις ΗΠΑ. Η ενίσχυση του δολαρίου, η διαταραχή της εφοδιαστικής αλυσίδας στην Ασία, και οι υψηλές τιμές ενέργειας συντελούν στον περιορισμό της έκθεσης στις αναδυόμενες αγορές και κάνουν τη στάση μας λιγότερο υπέρβαρη. Σε κλαδικές τοποθετήσεις, πέραν της τεχνολογίας, ξεχωρίζουμε τις εταιρείες κοινής ωφέλειας, βιομηχανίας και υγείας. Σε στυλ επένδυσης, σε ενδεχόμενη παρατεταμένη διάρκεια του πολέμου ωφελούνται οι μετοχές αξίας, υψηλών μερισμάτων και χαμηλής μεταβλητότητας. Ευνοϊκό για την Ευρωζώνη το πρόγραμμα επενδύσεων υποδομών και Re-ARM.

Ομόλογα: Μεταβάλλουμε σε υπόβαρη τη στάση μας στην κατηγορία ομολόγων. Ακόμα και σε σενάριο ταχείας αποκλιμάκωσης των εντάσεων στη Μέση Ανατολή, οι πληθωριστικές, δημοσιονομικές και γεωπολιτικές ανησυχίες θα διατηρήσουν υψηλά τις μακροπρόθεσμες αποδόσεις στη λήξη κρατικών ομολόγων. Συνεπώς, προτιμούμε τις κοντινές και μεσαίες λήξεις στην καμπύλη επιτοκίων. Παραμένουμε υπέρβαροι στα εταιρικά ομόλογα υψηλής διαβάθμισης, κυρίως λόγω ισχυρής εταιρικής κερδοφορίας και ικανοποιητικού εσόδου. Αρνητικοί στα ομόλογα υψηλών αποδόσεων λόγω ανησυχιών στον υποκλάδο λογισμικού και στην αγορά ιδιωτικών πιστώσεων. Προτιμούμε εκδότες με ισχυρούς ισολογισμούς και πιστοληπτικής αξιολόγησης BB. Παραμένουμε υπέρβαροι στα ομόλογα αναδυόμενων οικονομιών, καθώς συνεχίζουμε να αναμένουμε μεσοπρόθεσμα σταδιακή εξασθένιση του δολαρίου, που θα συμβάλλει στη διατήρηση των ευνοϊκών χρηματοπιστωτικών συνθηκών στις αναδυόμενες αγορές.

Εναλλακτικές επενδύσεις: Μεταβάλλουμε σε ουδέτερη τη στάση μας για την τιμή του πετρελαίου λόγω της αβεβαιότητας που προκαλεί η γεωπολιτική ανάφλεξη στη Μέση Ανατολή. Καταλυτικοί παράγοντες για την πορεία των τιμών θα είναι η διάρκεια και η ένταση της κρίσης, ωστόσο περιορισμένη παραμένει η προβλεψιμότητα ως προς την εξέλιξή της. Παραμένουμε υπέρβαροι στην τιμή του χρυσού καθώς οι διαρθρωτικοί παράγοντες που το στηρίζουν παραμένουν ενεργοί. Συνεχίζει να αποτελεί αξιόλογη προσθήκη και μέσο διαφοροποίησης στα επενδυτικά χαρτοφυλάκια. Ουδέτερη στάθμιση για τα βασικά μέταλλα λόγω υποτονικής μεταποιητικής δραστηριότητας. Υπέρβαρη στάση στις εναλλακτικές στρατηγικές αντιστάθμισης του κινδύνου (Hedge Funds).

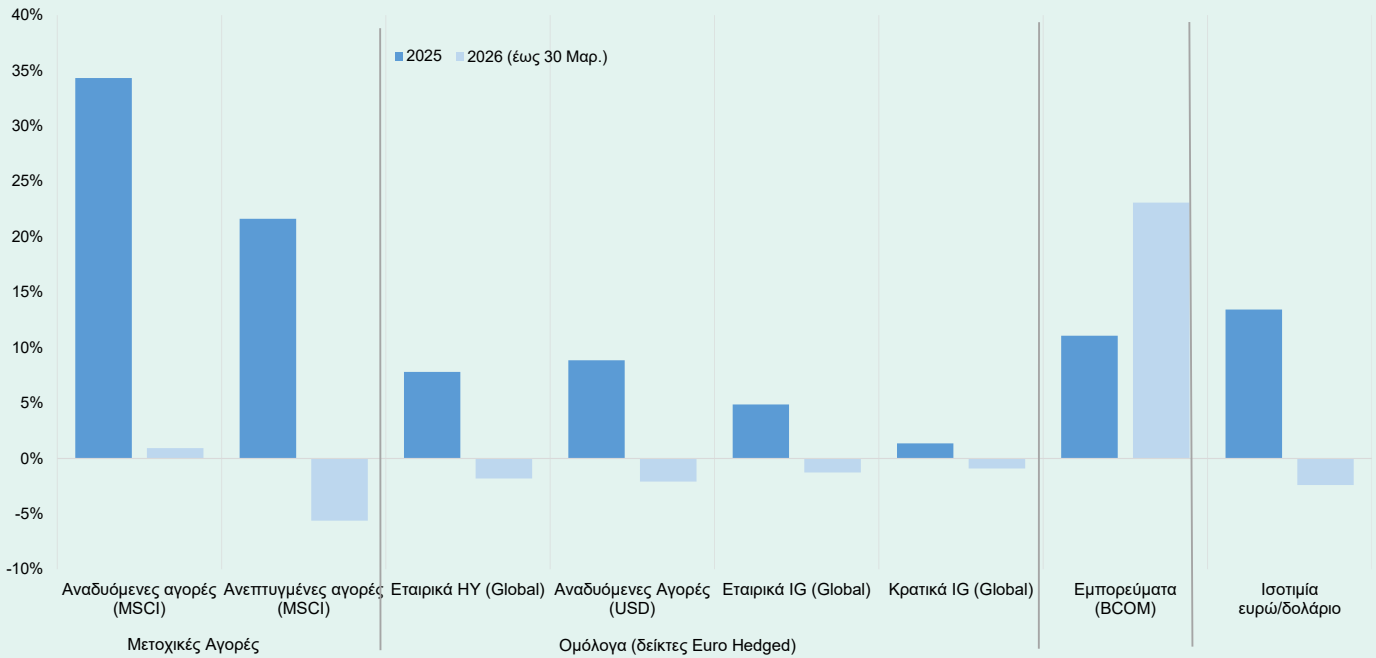
Ρευστότητα: Ουδέτερη η στάθμιση σε ρευστότητα.

Ενδεικτική Κατανομή Επενδύσεων για μεσοπρόθεσμο ορίζοντα

Ενδεικτική μεσοπρόθεσμη στάθμιση	Υπόβαρη	Ουδέτερη	Υπέρβαρη	Μεταβολή έναντι προηγούμενου
Μετοχές		●		-
- ΗΠΑ		●		-
- Ευρώπη		●		=
- Ιαπωνία		●		=
- Αναδυόμενες Αγορές			●	-
Ομόλογα	●			-
- Κρατικά	●			=
- Εταιρικά Επενδυτικής διαβάθμισης			●	-
- Εταιρικά Υψηλών αποδόσεων	●			-
- Αναδυόμενων αγορών			●	=
Εναλλακτικές Επενδύσεις			●	+
- Ενέργεια		●		+
- Πολύτιμα μέταλλα			●	=
- Βασικά μέταλλα		●		-
- Εναλλακτικές στρατηγικές (Hedge Funds)		●		+
Ρευστότητα		●		+

Αποδόσεις βασικών επενδυτικών κατηγοριών

Συνολική απόδοση σε τοπικά νομίσματα επενδυτικών κατηγοριών 2025 - 2026



Πηγή: Ανάλυση Διεθνών Αγορών, Bloomberg

Κατά την ολοκλήρωση του α΄ τριμήνου, οι διεθνείς αγορές δέχθηκαν έντονες πιέσεις, καθώς η σύρραξη στη Μέση Ανατολή προκάλεσε σημαντική άνοδο των τιμών ενέργειας, πυροδοτώντας πληθωριστικές ανησυχίες και επιβαρύνοντας τις προοπτικές οικονομικής ανάπτυξης. Οι μετοχικές αγορές υποχώρησαν εν μέσω ενίσχυσης του κλίματος αποστροφής κινδύνου, αλλά και λόγω της αρνητικής επίπτωσης της κρίσης τόσο στην παγκόσμια οικονομία όσο και στις προοπτικές νομισματικής χαλάρωσης. Τα κρατικά ομόλογα κατέγραψαν απώλειες, υπό το βάρος των πληθωριστικών πιέσεων και της σημαντικής αναπροσαρμογής των προσαρμοσμένων για την πορεία των επιτοκίων Κεντρικών Τραπεζών, καθώς οι αγορές προεξοφλούν πλέον νομισματική σύσφιξη. Τα εταιρικά ομόλογα δέχθηκαν πιέσεις λόγω διεύρυνσης των πιστωτικών περιθωρίων από τις ανησυχίες στον υποκλάδο λογισμικού και στην αγορά Private Credit. Ο χρυσός υποχώρησε λόγω ενίσχυσης του δολαρίου και των αποδόσεων στη λήξη. Ραγδαία άνοδο σημείωσαν οι τιμές ενέργειας λόγω διαταραχών στα Στενά του Ηοrμυζ και στρατιωτικών πληγμάτων σε ενεργειακές υποδομές χωρών του Κόλπου. Η ισοτιμία ευρώ/δολάριο υποχώρησε, καθώς το ευρώ επιβαρύνθηκε από την υψηλή εξάρτηση της Ευρώπης από εισαγωγές ενέργειας, σε αντίθεση με τις ΗΠΑ που είναι καθαρός εξαγωγέας ενέργειας.

Για να παρακολουθήσετε τη σύνοψη της τριμηνιαίας έκθεσης [σε βίντεο](#)

Για να διαβάσετε την τριμηνιαία αναφορά σε μορφή [Infographic](#)

Navigator, Διεθνείς Αγορές και Επενδυτική Στρατηγική marketanalysis@alpha.gr

Πάνος Ρεμούνδος	panos.remoundos@alpha.gr
Κων/νος Αναθρεπτακίης, CFA	konstantinos.anathreptakis@alpha.gr
Στέλιος Νίστας, CFA	stylianos.nistas@alpha.gr
Στέφανος Οικονομίδης, CFA	stefanos.oikonomidis@alpha.gr
Γιάννης Μαραβέλιος	ioannis.maravelias@alpha.gr
Γιάννης Κανελλόπουλος	ioannis.kanellopoulos@alpha.gr

Ρήτρα Αποποίησης Ευθύνης: Η παρούσα ανάλυση συνιστά ενημερωτική παρουσίαση των διεθνών αγορών και της επενδυτικής στρατηγικής, αφορά στο χρονικό διάστημα για το οποίο αυτή έχει συνταχθεί από τα στελέχη της Τράπεζας και παρατίθεται για πληροφοριακούς και μόνον λόγους. Τα δεδομένα που περιλαμβάνονται σε αυτήν, οι απόψεις, οι τιμές, τα ποσά ή/και επιτόκια καθώς και κάθε προφορική ή γραπτή ανάλυση είναι ενδεικτικές, αντανακλούν καλύτερα γινόμενες παραδοχές και εκτιμήσεις μας, όπως και τη διαθέσιμη σε μας πληροφόρηση για τα σχετικά δεδομένα της αγοράς, έχουν ληφθεί από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες και έχει καταβληθεί κάθε δυνατή επιμέλεια για την ορθή επεξεργασία τους, ωστόσο, δεν έχουν επαληθευτεί από την Τράπεζα, δεν παρέχεται καμία εγγύηση, ρητή ή σιωπηρή, για την ακρίβεια, πληρότητα ή εγκυρότητά τους και σε καμία περίπτωση δεν αποτελούν προσφορά για κατάρτιση συναλλαγών επ΄ αυτών. Ως εκ τούτου, δεν παρέχουμε οποιαδήποτε διαβεβαίωση, ότι οι παραδοχές και εκτιμήσεις μας είναι οι μόνες σωστές, ή ότι η διαθέσιμη σε μας πληροφόρηση είναι πλήρης και ακριβής. Οι απόψεις, που διατυπώνονται στην παρούσα, ισχύουν κατά τη χρονική στιγμή εκδόσεώς αυτής, αποτελούν δε προσωπικές εκτιμήσεις των αντίστοιχων αναλυτών της Τράπεζας και προς τούτο υπόκεινται σε αναπροσαρμογή, χωρίς οποιαδήποτε προειδοποίηση, ανάλογα με τις εκάστοτε ισχύουσες συνθήκες της αγοράς. Οι πληροφορίες που περιέχονται στο παρόν, δεν παρέχονται υπό τη μορφή επενδυτικής συμβουλής ή συστάσεως και ως εκ τούτου δεν έχουν ληφθεί υπόψη παράγοντες όπως, η γνώση, η εμπειρία, η χρηματοοικονομική κατάσταση και οι επενδυτικοί στόχοι και δεν έχουν ελεγχθεί για πιθανή φορολόγηση του εκδότη στην πηγή ούτε και για άλλη, περαιτέρω, φορολογική συνέπεια εκ της συμμετοχής σ΄ αυτά, τόσο δε η Τράπεζα όσο και οι διευθυντές, τα στελέχη και οι εργαζόμενοι σε αυτή δεν φέρουν καμία ευθύνη για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση απώλεια ή ζημία που μπορεί να προκύψει από τη χρήση του παρόντος εντύπου. Τα δεδομένα της παρούσης ανάλυσεως δεν συνιστούν εγγύηση ή ένδειξη για την μελλοντική απόδοση οποιοδήποτε χρηματοπιστωτικού μέσου, ισοτιμίας, νομίσματος ή άλλου εμπορικού ή οικονομικού παράγοντα, την πραγματοποίηση αποδόσεων επί του εκάστοτε διαμορφούμενου επενδυτικού χαρτοφυλακίου ούτε επί των εμπεριεχομένων χρηματοπιστωτικών μέσων και ως εκ τούτου η Τράπεζα ή/και τα συνδεδεμένα με αυτήν πρόσωπα δεν ευθύνονται για οποιαδήποτε άμεση ή έμμεση ζημία απορρέουσα από την χρήση των παραπάνω στοιχείων. Απαγορεύεται η αναπαραγωγή, αντιγραφή, επανεκτύπωση ή μετάδοση του παρόντος εντύπου για οποιοδήποτε σκοπό, χωρίς την προηγούμενη έγγραφη άδεια του εκδότη ως δικαιούχου των δικαιωμάτων πνευματικής ιδιοκτησίας επί αυτού. Εάν έχετε λάβει το παρόν έντυπο εκ παραδρομής ή δεν είστε ο παραλήπτης στον οποίο απευθύνεται απαγορεύεται σε κάθε περίπτωση, αμέσως ή εμμέσως και για οποιοδήποτε σκοπό να χρησιμοποιήσετε, αναπαραγάγετε, τυπώσετε, διανείμετε, μεταδώσετε ή αντιγράψετε μέρος ή το σύνολο αυτού ή συνημμένα σε αυτό έγγραφα. Η παρούσα ανάλυση δεν συνιστά έρευνα στον τομέα των επενδύσεων κατά την έννοια της ισχύουσας νομοθεσίας και ως εκ τούτου δεν έχει συνταχθεί σύμφωνα ούτε τηρεί τις απαιτήσεις του νόμου για τη διασφάλιση της ανεξαρτησίας της έρευνας στον τομέα των επενδύσεων.