

ΔΙΕΘΝΕΙΣ ΑΓΟΡΕΣ & ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΟΙΚΟΝΟΜΙΑ

Εβδομαδιαίο Επενδυτικό Newsletter

13 Ιανουαρίου 2025



Νίκος Μαγγίνας
Επικεφαλής Οικονομολόγος
☎ +30 210 33 41 516
✉ nimagi@nbg.gr



Ηλίας Τσιριγωτάκης^{AC}
Επικεφαλής Ανάλυσης Διεθνών Αγορών
☎ +30 210 33 41 517
✉ tsirigotakis.hlias@nbg.gr



Σταθεροποιητικές τάσεις για τις διεθνείς μετοχικές αγορές το 2025, ύστερα από ισχυρά κέρδη το 2024 (MSCI ACWI +17%)



Σε υψηλό 15 ετών (+10%) ο ετήσιος ρυθμός αύξησης του τραπεζικού δανεισμού προς τον ιδιωτικό τομέα το Νοέμβριο που συνδυάστηκε με σημαντική άνοδο των καταθέσεων (+€2,3 δισ. μηνιαίως)

Η τραπεζική χρηματοδότηση προς τον ιδιωτικό τομέα το Νοέμβριο ισχυροποιήθηκε περαιτέρω, με τον ετήσιο ρυθμό αύξησης να ανέρχεται σε υψηλό 15 ετών, στο +10% ετησίως από +9,1% ετησίως τον Οκτώβριο, και την καθαρή μηνιαία ροή πιστοδοτήσεων να διαμορφώνεται σε €1,9 δισ., αντανακλώντας κυρίως επιχειρηματικά δάνεια. Συγκεκριμένα, οι πιστοδοτήσεις προς τις επιχειρήσεις επιταχύνθηκαν στο +16,2% ετησίως από +14,8% ετησίως τον προηγούμενο μήνα. Τη σημαντικότερη συνεισφορά είχαν οι εκταμιεύσεις προς μη-χρηματοπιστωτικές επιχειρήσεις (ΜΧΕ), που αυξήθηκαν κατά 15,8% ετησίως, με την καθαρή μηνιαία ροή χρηματοδότησης να ανέρχεται σε €1,6 δισ. Αξίζει να σημειωθεί ότι η σωρευτική καθαρή ροή χρηματοδότησης προς τις ΜΧΕ στο 11μηνο του 2024 διαμορφώθηκε σε +€7,1 δισ., σε πολύ υψηλότερο επίπεδο σε σχέση με το 11μηνο του 2023 (+€0,9 δισ.). Μικρή βελτίωση παρουσίασε και ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής δανείων προς τους ελεύθερους επαγγελματίες και τις πολύ μικρές επιχειρήσεις (+0,5% ετησίως). Όσον αφορά τις πιστοδοτήσεις προς τα νοικοκυριά, σημαντική αύξηση κατέγραψαν για έναν ακόμη μήνα τα καταναλωτικά δάνεια +6% ετησίως, με τη σωρευτική καθαρή ροή στο 11μηνο να ανέρχεται στα €0,5 δισ. (υψηλό 15 ετών). Οι τραπεζικές καταθέσεις του ιδιωτικού τομέα σημείωσαν επίσης αξιοσημείωτη αύξηση το Νοέμβριο κατά €2,3 δισ. σε μηνιαία βάση, με τη συνολική μεταβολή στο 11μηνο να διαμορφώνεται στα +€3 δισ., έναντι αρνητικής σωρευτικής ροής -€0,6 δισ. το αντίστοιχο διάστημα πέρυσι. Η εν λόγω μηνιαία άνοδος οφείλεται κυρίως στις ΜΧΕ (+€1,4 δισ.), και δευτερευόντως στα νοικοκυριά (+€0,6 δισ.), με τα 2/3 των συνολικών νέων καταθέσεων του ιδιωτικού τομέα να κατευθύνονται σε καταθέσεις όψεως/μίας ημέρας και το 1/3 σε προθεσμιακές και λουιές.

Ελλάδα: Βασικές Μακροοικονομικές Μεταβλητές

	2025π	2024ε	2023
Μεταβολή ΑΕΠ (σε σταθερές τιμές, εποχικά προσαρμοσμένα στοιχεία σε τριμηνιαία βάση %)	2,3	2,4	2,3
Πρωτογενές Ισοζ. Γεν. Κυβέρνησης (% ΑΕΠ, ESA 20%10)	2,9	2,9	2,1
Χρέος Γεν. Κυβέρνησης (ως % του ΑΕΠ)	146,8	153,1	163,9
Ανεργία (μ.ο. έτους, %)	9,2	10,0	11,1

Πηγές: ΕΛΣΤΑΤ, Εκτιμήσεις Ευρωπαϊκής Επιτροπής - Νοέμβριος 2024, Εκτιμήσεις ΕΤΕ για ΑΕΠ και ανεργία

Σχολιασμός μακροοικονομικών στοιχείων για την Ελλάδα:
Υπ/υση Ανάλυσης Ελληνικής Οικονομίας

Οριακή υποχώρηση του δείκτη οικονομικού κλίματος, στο 106 το Δεκέμβριο, λόγω αποδυνάμωσης της βιομηχανίας, παρά τη βελτίωση σε υπηρεσίες, κατασκευές και καταναλωτική εμπιστοσύνη

Ο δείκτης οικονομικού κλίματος (ESI) για την Ελλάδα κατέγραψε οριακή υποχώρηση το Δεκέμβριο, στις 106 μονάδες από 106,2 το Νοέμβριο, συνεχίζοντας ωστόσο να υπεραποδίδει συστηματικά έναντι της Ευρωζώνης (στις 93,7 μονάδες, χαμηλό 4 ετών). Η εξασθένηση οφείλεται στην ήπια κάμψη της εμπιστοσύνης κυρίως στη βιομηχανία και δευτερευόντως στο λιανικό εμπόριο, με παράλληλη ωστόσο ενίσχυση των υπόλοιπων κλαδικών δεικτών. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης βιομηχανικής εμπιστοσύνης μειώθηκε στις 1,7 μονάδες από 5,2 τον προηγούμενο μήνα – παραμένοντας, ωστόσο, σε επίπεδο υγιούς αύξησης της παραγωγής – αντανακλώντας κυρίως την υποχώρηση των εκτιμήσεων για την τρέχουσα παραγωγή από υψηλά επίπεδα, καθώς και την αύξηση των αποθεμάτων το Δεκέμβριο που πιθανώς υποδηλώνει επιβράδυνση της ζήτησης. Στον αντίποδα, ο δείκτης εμπιστοσύνης στις υπηρεσίες σημείωσε σημαντική βελτίωση, με ώθηση από τις ισχυρές προοπτικές ζήτησης, ενώ ο σχετικός κλαδικός δείκτης για τις κατασκευές ανήλθε σε υψηλό 6 μηνών, εν μέσω θετικών προοπτικών για επιτάχυνση της κατασκευαστικής δραστηριότητας που συνοδεύεται και από υψηλότερη διάθεση για προσλήψεις στον εν λόγω κλάδο. Παράλληλα, ο δείκτης καταναλωτικής εμπιστοσύνης βελτιώθηκε – από χαμηλό επίπεδο – για 3ο συνεχόμενο μήνα, με τα νοικοκυριά να αποτιμούν πιο θετικά τη χρηματοοικονομική τους κατάσταση, ενώ οι πληθωριστικές ανησυχίες έχουν αμβλυνθεί. Αξίζει να σημειωθεί ότι ο γενικός δείκτης προσδοκιών απασχόλησης (EEI) κατέγραψε άνοδο, σε υψηλό 4 μηνών, με τις προοπτικές απασχόλησης να βελτιώνονται σημαντικά σε όλους τους κλάδους, ακόμη και στη βιομηχανία, σε αντιδιαστολή με την ευρωζώνη, όπου ο εν λόγω δείκτης βρίσκεται σε καθοδική τροχιά και σε χαμηλό 4 ετών.

**Οι τραπεζικές πιστώσεις παραμένουν σε χαμηλά επίπεδα, ενώ η ΕΚΤ αναμένεται να συνεχίσει τις μειώσεις επιτοκίων**

Η δυναμική της πιστωτικής επέκτασης προς τα νοικοκυριά και τις επιχειρήσεις από τις εμπορικές Τράπεζες, παραμένει αναμικτή, αν και έχει σημειώσει ήπια βελτίωση από τις αρχές του 2024, εν μέσω και μειούμενων επιτοκίων από την ΕΚΤ. Όσον αφορά τα νοικοκυριά, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής διαμορφώθηκε σε +0,9% τον Νοέμβριο, υψηλό 15 μηνών, από +0,8% τον Οκτώβριο. Η καθαρή ροή χρηματοδοτήσεων, σε όρους αθροίσματος 12 μηνών, ανήλθε σε +€62,3 δισ. από +€54,6 δισ. τον Οκτώβριο (+€33,8 δισ. τον Νοέμβριο του 2023). Στις βασικές υποκατηγορίες, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής ανήλθε σε +3,2% από +3,3% τον Οκτώβριο για την καταναλωτική πίστη και σε +0,9% (υψηλό 13 μηνών) από +0,8% για τα στεγαστικά δάνεια. Όσον αφορά τις (μη χρηματοπιστωτικές) επιχειρήσεις, ο ετήσιος ρυθμός μεταβολής της πιστωτικής επέκτασης διαμορφώθηκε σε +1,0% τον Νοέμβριο από +1,2% τον Οκτώβριο (υψηλό 15 μηνών), αν και παρέμεινε υψηλότερα από το πολυετές χαμηλό του -0,3% τον Οκτώβριο του 2023. Η καθαρή ροή χρηματοδοτήσεων, σε όρους αθροίσματος 12 μηνών, ανήλθε σε +€51,5 δισ. από +€61,0 δισ. τον Οκτώβριο (+€0,6 δισ. τον Νοέμβριο του 2023). Σημαντικοί παράγοντες για το πως θα εξελιχθούν οι τραπεζικές πιστώσεις, μεταξύ άλλων, παραμένουν η πιστοδοτική στρατηγική από τις εμπορικές Τράπεζες καθώς και το κόστος δανεισμού. Σημειώνεται ότι κατά μ.ο., τα επιτόκια των νέων στεγαστικών δανείων στην ευρωζώνη διαμορφώθηκαν σε 3,47% τον Νοέμβριο του 2024, με υποχώρηση να έχει καταγραφεί από τα πολυετή υψηλά του 4,03% τον Νοέμβριο του 2023. Αντίστοιχα, τα μέσα

επιτόκια νέων χορηγήσεων προς επιχειρήσεις του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα, διαμορφώθηκαν σε 4,52% τον Νοέμβριο του 2024, με υποχώρηση από τα πολυετή υψηλά του 5,28% τον Νοέμβριο του 2023. Όσον αφορά την εξέλιξη των τιμών, η ετήσια μεταβολή του Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) διαμορφώθηκε σε +2,4% τον Δεκέμβριο, έναντι +2,2% τον Νοέμβριο και +2,9% το Δεκέμβριο του 2023 (ιστορικό υψηλό +10,6% τον Οκτώβριο του 2022), σε συμφωνία με τις εκτιμήσεις των αναλυτών. Όπως ήταν αναμενόμενο, η επιτάχυνση προέκυψε λόγω των τιμών Ενέργειας. Πράγματι, η ετήσια μεταβολή τους ανήλθε σε +0,1% από -2,0% τον Νοέμβριο. Τα στοιχεία αυτά αναμένεται να διατηρήσουν την Ευρωπαϊκή Κεντρική Τράπεζα (ΕΚΤ) σε τροχιά μειώσεων επιτοκίων, με την Πρόεδρο της ΕΚΤ κα. Lagarde να εκφράζει πρόσφατα την αισιοδοξία της ότι ο στόχος του 2% θα επιτευχθεί εντός του 2025.

Επιτόκιο (%)	κλείσιμο	προηγ. εβδ.	αρχή έτους
EKT (DFR)	3,00	3,00	3,00
EKT (MRO)	3,15	3,15	3,15
Euribor 3-months	2,79	2,73	2,71
Fed Funds Rate	4,50	4,50	4,50
SOFR Overnight	4,30	4,31	4,49
SOFR 3-months	4,29	4,29	4,31

Τιμή κλεισίματος η 9/1/2025

**ΗΠΑ: Παραμένουν υγιείς οι συνθήκες στην αγορά εργασίας (ποσοστό ανεργίας 4,1%), με ισχυρότερη του αναμενομένου δημιουργία νέων θέσεων εργασίας**

Τον Δεκέμβριο, δημιουργήθηκαν +256 χιλιάδες νέες θέσεις μισθωτής απασχόλησης στο μη-αγροτικό τομέα, έναντι +212 χιλ. τον Νοέμβριο, αισθητά άνω των εκτιμήσεων των αναλυτών για +160 χιλ. Ο μηνιαίος μέσος όρος εντός του 2024 διαμορφώθηκε σε +186 χιλ., ένας ισχυρός ρυθμός (μ.ο. από το 2000: +96 χιλ.). Το ποσοστό ανεργίας, το οποίο λαμβάνει υπόψη τις συνολικές θέσεις εργασίας, υποχώρησε σε 4,1% τον Δεκέμβριο από 4,2% τον Νοέμβριο, έναντι εκτιμήσεων των αναλυτών για μία αμετάβλητη επίδοση, παραμένοντας ωστόσο εντός του στενού εύρους 4,1% με 4,3% στο οποίο έχει κινηθεί από τον περασμένο Ιούνιο (3,4% τον Απρίλιο 2023, χαμηλό από το 1969). Όσον αφορά τη δυναμική των μισθών, η μηνιαία μεταβολή των μέσων ωριαίων αποδοχών μετριάστηκε ελαφρώς σε +0,3% από +0,4% τον Νοέμβριο, εν πολλοίς σε συμφωνία με το μ.ο. από το 2006. Η ετήσια μεταβολή διαμορφώθηκε σε +3,9% από +4,0% τον Νοέμβριο, ελαφρώς κάτω των εκτιμήσεων των αναλυτών για μία αμετάβλητη επίδοση, παραμένοντας ωστόσο αισθητά υψηλότερα του μ.ο. από το 2007 (+3,1%).

ΗΠΑ: Διάθεση βραδύτερης πορείας μείωσης των επιτοκίων λόγω των ανοδικών ρίσκων για τον πληθωρισμό, σύμφωνα με τα πρακτικά της συνεδρίασης του Δεκεμβρίου (Fed)

Σύμφωνα με τα πρακτικά της πλέον πρόσφατης (17 – 18 Δεκεμβρίου) συνεδρίασης της Ομοσπονδιακής Τράπεζας των ΗΠΑ (Federal Reserve – “Fed”), οι αξιωματούχοι της εξέφρασαν προβληματισμούς για την επιμονή των πληθωριστικών πιέσεων (ο δομικός πληθωρισμός, σύμφωνα με το δείκτη τιμών προσωπικών καταναλωτικών δαπανών, έχει κινηθεί εντός στενού εύρους 2,7% με 2,8% από τον περασμένο Ιούλιο έως τον Νοέμβριο, ενώ το στατιστικό μοντέλο της Ομοσπονδιακής Τράπεζας του Cleveland παραπέμπει σε 2,9% τον Δεκέμβριο) και την αβεβαιότητα όσον αφορά το πώς θα διαμορφωθούν οι πολιτικές του κ. Trump για το εμπόριο, τη δημοσιονομική διαχείριση και τη μετανάστευση.

Με υψηλή αβεβαιότητα, αλλά και τη χαλάρωση της νομισματικής πολιτικής που έχει προηγηθεί (σωρευτική μείωση του επιτοκίου αναφοράς κατά -1% από τον περασμένο Σεπτέμβριο, σε εύρος 4,25% με 4,5%), οι αξιωματούχοι εκτιμούν ότι μία επιβράδυνση των μειώσεων του επιτοκίου αναφοράς είναι κατάλληλη. Υπενθυμίζουμε ότι η πιο επιφυλακτική αυτή στάση είχε αποτυπωθεί και στις υποθέσεις των μελών της Ομοσπονδιακής Επιτροπής Ανοικτής Αγοράς (Federal Open Market Committee – “FOMC”) για την πορεία του επιτοκίου αναφοράς, η διάμεσος των οποίων παρέπεμπε σε δύο μειώσεις (κατά -0,25% εκάστη) εντός του 2025 σε εύρος 3,75% με 4,0%, αντί για τέσσερις στις εκτιμήσεις του Σεπτεμβρίου.



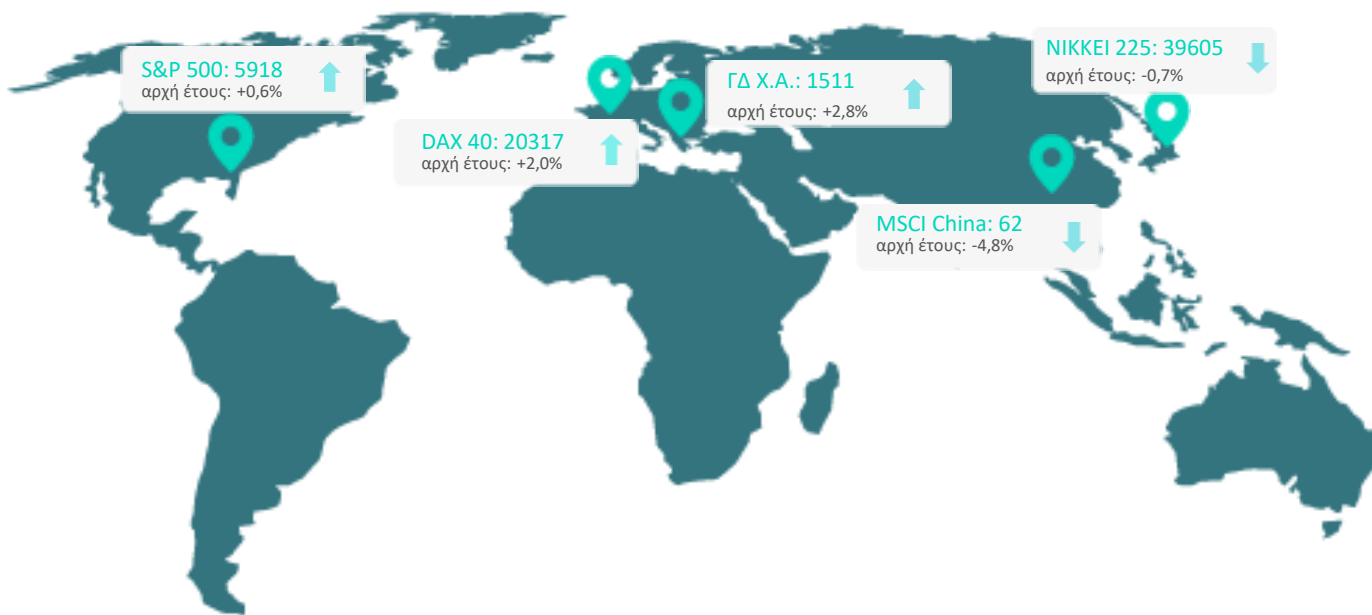
Ισχυρή άνοδο κατέγραψαν οι διεθνείς μετοχικές αγορές για 2ο συναπτό έτος το 2024 (MSCI All Country World Index: +17% σε ετήσια βάση έπειτα από +20% το 2023), οδηγούμενες κυρίως από τις ΗΠΑ. Πράγματι, ο δείκτης S&P500 αυξήθηκε κατά +23% από +24% το 2023, εν μέσω εύρωστων ρυθμών οικονομικής ανάπτυξης και εταιρικών κερδών. Στην αντίπερα όχθη του Ατλαντικού, ο δείκτης EuroStoxx σημείωσε ηπιότερα κέρδη, +7% το 2024 από +16% το 2023 (με τις μετοχές εταιρειών του Τεχνολογικού κλάδου να έχουν σχετικά μικρότερη βαρύτητα στον δείκτη, αλλά και να υπολείπονται έναντι των ανταγωνιστών τους στις ΗΠΑ όσον αφορά την Τεχνητή Νοημοσύνη).

Οι μετοχές των τραπεζών υπεραπέδωσαν (+23% για 2ο συναπτό έτος το 2024), με σημαντική ανοδική κίνηση προς το τέλος του έτους καθώς υπήρξε σταθεροποίηση των αγοραίων προσδοκιών για τα (χαμηλότερα) παρεμβατικά επιτόκια της ΕΚΤ και της πιθανής αρνητικής τους επίδρασης στην κερδοφορία του κλάδου. Στην Ελλάδα, ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών αυξήθηκε κατά +14% το 2024 (+39% το 2023), με τις Τραπεζικές μετοχές να παραμένουν στο προσκήνιο (+21% από +66% το 2023).

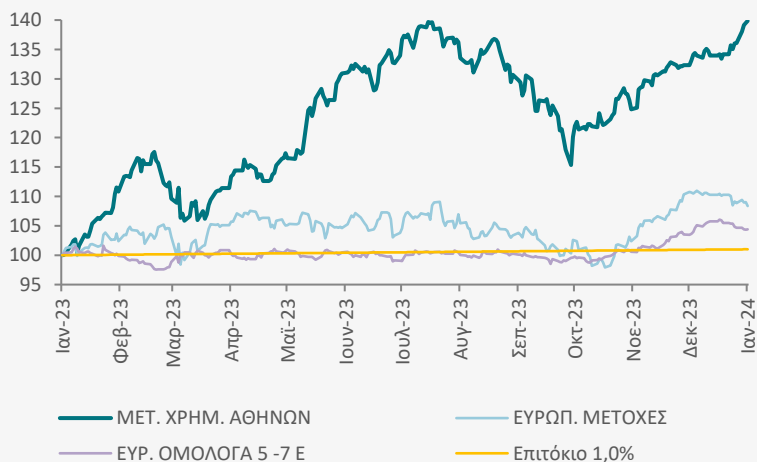
Η ισχυρή άνοδος το 2024 των τιμών των μετοχών των εταιρειών, σπηρίχθηκε και στις υψηλές προσδοκίες για την εταιρική κερδοφορία (+14% το 2025 για τον S&P500 και +8% για τον EuroStoxx), αλλά και στην αύξηση των αποτιμήσεων ή price to earnings ratios (P/Es), ιδιαίτερα στις ΗΠΑ, που βρίσκονται σε σχετικά πολύ υψηλά επίπεδα. Πράγματι, ο λόγος των Τιμών προς τα αναμενόμενα από τους αναλυτές τους επόμενους 12 μήνες Κέρδη ανά Μετοχή (12-month forward P/E) για το σύνολο του S&P500 ανέρχεται σε 21x, έναντι μέσου όρου 20-ετών 16x, εξέλιξη που καθιστά τις μετοχές ευάλωτες σε περίπτωση σημαντικής επιδείνωσης της διάθεσης ανάληψης επενδυτικού κινδύνου.

Χρηματιστηριακοί Δείκτες	Τιμή Κλεισίματος	Εβδομαδιαία Μεταβολή (%)	Μεταβολή από αρχή έτους (%)
Γενικός Δείκτης Χ.Α.	1511	1,6	2,8
FTSE/Χ.Α. Δείκτης Τραπεζών	1363	3,7	6,0
S&P 500	5918	-0,4	0,6
ΝΙΚΚΕΙ 225	39605	-0,7	-0,7
MSCI UK	2375	1,2	1,8
EuroStoxx	516	2,4	2,0
DAX 40	20317	2,1	2,0
CAC 40	7490	2,9	1,5
MSCI Italy	1129	3,4	3,3
MSCI China	62	-2,9	-4,8

Τιμή Κλεισίματος η 9/1/2025



ΣΥΓΚΡΙΤΙΚΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΕΤΗΣΙΑΣ ΕΠΕΝΔΥΣΗΣ



ΜΕΤΟΧΕΣ (ΕΥΡΩΖΩΝΗ)

- + Οι εκτιμήσεις για την εταιρική κερδοφορία του 2025 καταδεικνύουν επιτάχυνση σε ρυθμό αύξησης περίπου +8,5% έναντι του επιπέδου των κερδών των επιχειρήσεων το 2024
- + Οι αποτιμήσεις (price to earnings ratios) των βασικών μετοχικών δεικτών βρίσκονται κοντά στο μέσο όρο 15-ετίας (13,0x) και κινούνται περίπου σε 13,5x τα κέρδη των επόμενων δώδεκα μηνών
- Γεωπολιτική αστάθεια και εμπορικοί τριγμοί ευρωζώνης-Ην. Πολιτειών και Κίνας, με την επιβολή υψηλών δασμών
- Ο ρυθμός ανάπτυξης της οικονομίας της ευρωζώνης αποτυγχάνει να επιταχυνθεί το α' εξάμηνο του 2025



ΣΥΝΑΛΛΑΓΜΑ

Σημαντική ενίσχυση για το δολάριο ΗΠΑ το 2024, εν μέσω ισχυρής οικονομικής δυναμικής στις ΗΠΑ και διεύρυνσης των θετικών επιτοκιακών περιθωρίων. Έναντι του ευρώ, το δολάριο ΗΠΑ ανατιμήθηκε κατά +6,3% σε ετήσια βάση σε \$1,036, ενισχυόμενο κατά τι περαιτέρω εντός του 2025 σε \$1,025. Σημαντικό ρόλο στην εξέλιξη αυτή έχει διατελέσει η διαφορά στη δυναμική του ΑΕΠ, το οποίο αυξάνεται (σε όρους σταθερών τιμών) με περίπου +3% σε ετήσια βάση στις ΗΠΑ έναντι λιγότερο του +1% στην ευρωζώνη. Επιπλέον, η προοπτική μειώσεων των επιτοκίων νομισματικής πολιτικής είναι σαφώς πιο ισχυρή στην ευρωζώνη σε βραχυπρόθεσμο ορίζοντα σε σχέση με τις ΗΠΑ, εν μέσω ευνοϊκότερης για μία τέτοια εξέλιξη, πορείας του πληθωρισμού, κάτι που συμβάλλει και στην προαναφερόμενη διεύρυνση των επιτοκιακών περιθωρίων. Για το 2025, η πορεία των επιτοκίων και η οικονομική δυναμική αναμένεται να εξακολουθήσουν να αποτελούν βασικούς παράγοντες διαμόρφωσης των ισοτιμιών. Επιπλέον, οι εμπορικές πολιτικές και η διάθεση ανάληψης επενδυτικού κινδύνου δύνανται να επηρεάσουν σημαντικά την προσφορά και ζήτηση των κύριων νομισμάτων, ως εκ τούτου και τις συναλλαγματικές ισοτιμίες. Σημειώνεται τέλος ότι η δυναμική της οικονομίας της Κίνας, πιθανώς να επηρεάσει σε κάποιο βαθμό κάποιες σημαντικές ισοτιμίες, με μία ενδεχόμενη βελτίωση να επιδρά συνήθως ενισχυτικά για το ευρώ, καθώς η Κίνα είναι σημαντικός εξαγωγικός προορισμός (π.χ. για τη Γερμανία).

Αγορές Συναλλάγματος	Τιμή Κλεισίματος	Εβδομαδιαία Μεταβολή (%)	Μεταβολή από αρχή έτους (%)
Ευρώ/Δολάριο ΗΠΑ	1,03	0,1	-0,5
Ευρώ/Ελ. Φράγκο	0,94	0,3	0,1
Ευρώ/Στερλίνα	0,84	0,9	1,3
Ευρώ/Γιεν	162,71	0,5	0,0
Ευρώ/Δολάριο Αυστραλίας	1,66	0,3	-0,5
Ευρώ/Δολάριο Καναδά	1,48	-0,2	-0,4

Τιμή Κλεισίματος η 9/1/2025

ΙΣΟΤΙΜΙΑ ΕΥΡΩ – ΔΟΛΑΡΙΟΥ



ΕΥΡΩΖΩΝΗ

- + Θετικό ισοζύγιο τρεχουσών συναλλαγών το 2025, περίπου στο +3,6% του ΑΕΠ
 - + Πιθανή επιτάχυνση της οικονομίας της Κίνας, άνω των προσδοκίων, αναμένεται να στηρίξει ανοδικά το ρυθμό αύξησης του ΑΕΠ στην ευρωζώνη από το τέλος του 2024 και τις αρχές του 2025
 - + Η αγοραία τιμολόγηση επιθετικών μειώσεων επιτοκίων το 2025 ενδέχεται να αναστραφεί εφόσον ο πληθωρισμός δε μειωθεί όπως αναμένεται
 - Γεωπολιτική αστάθεια, αδύναμη εγχώρια ζήτηση και το ενδεχόμενο η FED να μη προβεί στις μειώσεις επιτοκίων που προεξοφλεί η αγορά από τα επίτεδα του 4,5% σε περίπτωση που ο δομικός πληθωρισμός στις ΗΠΑ αποδειχθεί επίμονος
- Εύρος \$1,00-\$1,05 βραχυπρόθεσμα



ΕΜΠΟΡΕΥΜΑΤΑ

Οι τιμές πετρελαίου κατέγραψαν ήπιες μεταβολές σε ετήσια βάση το 2024 (Brent: -3,1% σε \$74,6/βαρέλι και WTI: +0,8% σε \$72,4/βαρέλι). Οι εκτιμήσεις για την παγκόσμια ζήτηση πετρελαίου δεν μεταβλήθηκαν σημαντικά εντός του έτους, με την ισχυρή οικονομική δυναμική στις ΗΠΑ, να αντισταθμίζει εν πολλοίς την καθοδική επίδραση από τον προβληματισμό όσον αφορά την αντίστοιχη δυναμική στην Κίνα. Επιπλέον, παρά τις γεωπολιτικές εξελίξεις στη Μέση Ανατολή, δεν υπήρξαν έντονες και παρατεταμένες διαταραχές στην παγκόσμια προσφορά πετρελαίου.

Ταυτόχρονα, οι εθελοντικές περικοπές στην παραγωγή εκ μέρους OPEC+ δεν κατάφεραν να ασκήσουν διατηρήσιμη ανοδική επίδραση στις τιμές πετρελαίου, με ζητήματα να προκύπτουν όσον αφορά τη συμμόρφωση των επιμέρους μελών με τις συμφωνίες. Πιο σημαντικά, η παραγωγή εκτός OPEC+ (κυρίως από τις ΗΠΑ) επέδειξε ουσιαστικά ετοιμότητα να «καλύψει» τις προαναφερόμενες μειώσεις. Για το 2025, η κατάσταση στη Μέση Ανατολή εξακολουθεί να αποτελεί σημαντικό παράγοντα ρίσκου, με την ισορροπία των κινδύνων για τις τιμές πετρελαίου να είναι ανοδική, καθώς το ενδεχόμενο διαταραχών στην προσφορά, παρότι δεν πραγματοποιήθηκε στο 2024, δεν παύει να υφίσταται.

Από την άλλη, οι πολιτικές στις ΗΠΑ ενδέχεται να καταστούν ευνοϊκότερες προς τις εξορύξεις ορυκτών καυσίμων εντός του 2025, κάτι που δύναται να αυξήσει τις προσδοκίες για την παραγωγή πετρελαίου (έστω και αν πρακτικά, η παραγωγή των ΗΠΑ πιθανώς να επηρεαστεί ανοδικά σε πιο μεσοπρόθεσμο ορίζοντα), αντιπροσωπεύοντας καθοδικά ρίσκα για τις τιμές.

Εμπορεύματα	Τιμή Κλεισίματος	Εβδομαδιαία Μεταβολή (%)	Μεταβολή από αρχή έτους (%)
Χρυσός (\$/ουγκιά)	2670,6	1,2	1,8
Ασήμι (\$/ουγκιά)	30,1	1,7	4,3
Χαλκός (\$/MT)	8971,6	2,3	3,7
Πετρέλαιο (Brent, \$/βαρ.)	76,9	0,5	3,1
Φυσικό αέριο (Henry Hub, \$/MMbtu)	3,7	10,3	1,9
Φυσικό αέριο (TTF, €/MWh)	45,3	-8,7	-6,4

Τιμή Κλεισίματος η 9/1/2025

ΚΡΑΤΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Αισθητά ανοδικά κινήθηκαν οι αποδόσεις στα μακροπρόθεσμα κρατικά ομόλογα το 2024, ιδιαίτερα στις ΗΠΑ και το Ηνωμένο Βασίλειο. Στις ΗΠΑ, η ισχυρή οικονομική δραστηριότητα συνέβαλε σημαντικά ώστε η 10-ετία να αυξηθεί κατά +72 μ.β. σε ετήσια βάση, σε 4,58% το 2024 (επιπλέον άνοδος σε 4,68% έχει ακολουθήσει εντός του 2025 και σε 4,77% την Παρασκευή μετά τα ισχυρά στοιχεία για την αγορά εργασίας) και η 30-ετία κατά +77 μ.β. σε 4,78% (4,92% στις 9 Ιανουαρίου). Επιπλέον, παρότι υπήρξε μείωση στο επιτόκιο αναφοράς της Federal Reserve εντός του 2024, η εξέλιξη αυτή ήταν αναμενόμενη και εν πολλοίς προεξοφλημένη (η 2-ετία ΗΠΑ η οποία είναι πιο στενά συσχετιζόμενη με τη βραχυπρόθεσμη πορεία της νομισματικής πολιτικής, ήταν ουσιαστικά αμετάβλητη σε ετήσια βάση το 2024, σε 4,25%). Ο προβληματισμός για τη δημοσιονομική πορεία των ΗΠΑ επίσης συνέβαλε σε αύξηση των επιτοκίων. Αντίστοιχες ανησυχίες συνέβαλαν σε αύξηση των μακροπρόθεσμων επιτοκίων και στο Ηνωμένο Βασίλειο το 2024 (10-ετία: +103 μ.β. σε 4,57% και κατά +24 μ.β. εντός του 2025 σε 4,81%). Πιο σημαντικά, η Τράπεζα της Αγγλίας έχει υιοθετήσει επιφυλακτική στάση προς την ταχύτητα μειώσεων επιτοκίων εν μέσω και υψηλού ακόμα πληθωρισμού (δομικός: +3,5% τον Νοέμβριο). Ταυτόχρονα, οι εκτιμήσεις για τη δυναμική του ΑΕΠ στο Ηνωμένο Βασίλειο, έγιναν λιγότερο απαισιόδοξες στη διάρκεια του έτους. Στη Γερμανία, η 10-ετία αυξήθηκε κατά +34 μ.β. σε ετήσια βάση σε 2,34%, ενώ χαμηλότερα κινήθηκαν τα περιθώρια στην Ελλάδα (-16 μ.β. σε εβδομαδιαία βάση σε 89 μ.β.). Για το 2025, με ενδιαφέρον αναμένονται, μεταξύ άλλων οι ομοσπονδιακές εκλογές στη Γερμανία στις 23 Φεβρουαρίου, και η δημοσιονομική πολιτική που θα εφαρμόσει η νέα κυβέρνηση.

10-ετή Κρατικά Ομόλογα	Απόδοση (%)	Προηγούμενη εβδομάδα (%)	Αρχή έτους 2025 (%)
Ελλάδα	3,35	3,23	3,25
Η Π Α	4,68	4,60	4,58
Ην. Βασίλειο	4,81	4,60	4,57
Γερμανία	2,53	2,43	2,36
Γαλλία	3,39	3,29	3,20
Ιρλανδία	2,84	2,71	2,65
Ιταλία	3,71	3,60	3,52
Ισπανία	3,22	3,11	3,07
Πορτογαλία	3,01	2,92	2,85
Ιαπωνία	1,18	1,10	1,10

Τμή Κλεισίματος η 9/1/2025

ΕΥΡΩΖΩΝΗ (ΓΕΡΜΑΝΙΑ)

- +** Συνεχίζεται το πρόγραμμα μείωσης του χαρτοφυλακίου κρατικών ομολόγων που κατέχει η ΕΚΤ στον ισολογισμό της, ενώ ο δομικός πληθωρισμός παραμένει πάνω από το στόχο της κεντρικής τράπεζας
- Η ΕΚΤ μείωσε επιτόκια για τρίτη φορά το 2024, ενώ οι αξιωματούχοι της κεντρικής τράπεζας θέτουν το ενδεχόμενο και νέων μειώσεων επιτοκίων στη διάρκεια του 2025, αν και με σταδιακό ρυθμό
- Τα ομόλογα του πυρήνα της ευρωζώνης παραμένουν ελκυστικά ως επένδυση «ασφαλούς καταφυγίου» ειδικά σε επεισόδια αυξημένης (γεω)πολιτικής αβεβαιότητας
- **Εν πολλοίς αμετάβλητες αποδόσεις στη λήξη από τα τρέχοντα επίπεδα**

ΕΤΑΙΡΙΚΑ ΟΜΟΛΟΓΑ

Αισθητή συρρίκνωση το 2024 για τα περιθώρια των επιτοκίων των εταιρικών ομολόγων, εν μέσω ανόδου των επιτοκίων κρατικών ομολόγων και εύρωστης διάθεσης ανάληψης επενδυτικού κινδύνου. Συγκεκριμένα, το spread των ομολόγων ΗΠΑ χαμηλής πιστοληπτικής διαβάθμισης μειώθηκε κατά -47 μ.β. σε 292 μ.β. (USD High Yield – HY), με επιπλέον συρρίκνωση σε 282 μ.β. να έχει ακολουθήσει εντός του 2025. Το συνολικό χρέος (χρεόγραφα, δάνεια) ως ποσοστό του ΑΕΠ, των επιχειρήσεων του μη-χρηματοπιστωτικού τομέα στις ΗΠΑ, συνεχίζει να μειώνεται σταδιακά, σε 73% στο T3:2024, αν και παραμένει σε κατά τι υψηλά επίπεδα. Με δεδομένο και το περιβάλλον υψηλότερων επιτοκίων, ο βαθμός «κάλυψης» του επιτοκιακού κόστους από τα κέρδη, με βάση τον λόγο των κερδών προ τόκων & φόρων προς τις πληρωμές τόκων (Interest Coverage Ratio – ICR), έχει υποχωρήσει μερικώς, σε 2,4x (σε όρους διαμέσου και για το σύνολο των επιχειρήσεων) από 3,4x στο T2:2022. Το αντίστοιχο spread ομολόγων σε EUR υποχώρησε κατά -85 μ.β. σε 311 μ.β. (αμετάβλητο εντός του 2025).

Η ζήτηση για νέες εκδόσεις εταιρικών ομολόγων στις ΗΠΑ ήταν ισχυρή το 2024. Συγκεκριμένα, η αξία (σε ακαθάριστους όρους) των νέων εκδόσεων Εταιρικών Ομολόγων Υψηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης σωρευτικά το 2024 διαμορφώθηκε σε \$1559 δισ. (+24% ετήσια μεταβολή) και των αντίστοιχων Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης σε \$302 δισ. (+65% ετήσια μεταβολή).

Εταιρικά Ομόλογα	Απόδοση (%)	Προηγούμενη εβδομάδα (%)	Αρχή έτους 2025 (%)	Εταιρικά Ομόλογα	Spread (μ.β.)	Προηγούμενη εβδομάδα (μ.β.)	Αρχή έτους 2025 (μ.β.)
EUR Υψηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	3,31	3,22	3,17	EUR Υψηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	100	99	101
EUR Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	5,35	5,20	5,20	EUR Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	311	303	311
USD Υψηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	5,42	5,37	5,35	USD Υψηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	83	83	82
USD Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	7,25	7,21	7,30	USD Χαμηλής Πιστοληπτικής Διαβάθμισης	282	281	292

Τμή Κλεισίματος η 9/1/2025, Το spread των εταιρικών ομολόγων είναι το περιθώριο των αποδόσεων ανάμεσα στο Εταιρικό Ομόλογο και το αντίστοιχο Κρατικό, με παρόμοια λήξη



Στις **ΗΠΑ**, η προσοχή στρέφεται στον Δείκτη Τιμών Καταναλωτή (ΔΤΚ) για τον Δεκέμβριο. Το στατιστικό μοντέλο (Inflation Nowcasting) της Ομοσπονδιακής Τράπεζας του Cleveland παραπέμπει σε επιτάχυνση της ετήσιας μεταβολής του ΔΤΚ σε +2,9% από +2,7% τον Νοέμβριο, εν μέσω και πιο ήπια καθοδικής επίδρασης από τις τιμές ενέργειας. Πράγματι, το μοντέλο αυτό παραπέμπει σε σταθερή ετήσια μεταβολή του δομικού δείκτη (εξαιρουμένων δηλαδή των τιμών ενέργειας και τροφίμων), σε +3,3% για 4ο συναπτό μήνα. Οι λιανικές πωλήσεις επίσης συγκεντρώνουν ενδιαφέρον, δεδομένου ότι η ιδιωτική κατανάλωση αντιπροσωπεύει το 70% περίπου του ΑΕΠ.

Στη **Ζώνη του Ευρώ**, ανακοινώνεται η βιομηχανική παραγωγή του Νοεμβρίου.

Στο **Ηνωμένο Βασίλειο**, με ενδιαφέρον αναμένονται τα βασικά στοιχεία του Νοεμβρίου για την οικονομική δραστηριότητα (συμπεριλαμβανομένης και μηνιαίας εκτίμησης για το ΑΕΠ) και έτι περαιτέρω ο ΔΤΚ για τον Δεκέμβριο. Τα προαναφερόμενα στοιχεία, μεταξύ άλλων, θα ληφθούν υπόψη και από την Τράπεζα της Αγγλίας, με ανοικτό το ενδεχόμενο για μείωση του επιτοκίου αναφοράς (τρέχον: 4,75%) στην επόμενη συνεδρίασή της στις 6 Φεβρουαρίου.

Στην **Κίνα**, η προσοχή στρέφεται στο ΑΕΠ του 4ου τριμήνου 2024, καθώς και σε σημαντικά στοιχεία του Δεκεμβρίου για την οικονομική δραστηριότητα (μεταξύ άλλων, βιομηχανική παραγωγή, λιανικές πωλήσεις) για μία καλύτερη εκτίμηση της τρέχουσας δυναμικής.

Τέλος, στην **Ελλάδα** ανακοινώνεται η τελική εκτίμηση για το Δείκτη Τιμών Καταναλωτή του Δεκεμβρίου. Σύμφωνα με την προκαταρκτική εκτίμηση, η ετήσια μεταβολή του Εναρμονισμένου Δείκτη Καταναλωτή, διαμορφώθηκε σε +2,9%.

		ΑΝΑΚΟΙΝΩΣΗ	ΠΕΡΙΟΔΟΣ ΑΝΑΦΟΡΑΣ	ΕΚΤΙΜΗΣΗ	ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΗ ΜΕΤΡΗΣΗ
Δευτέρα 13/1		Εξαγωγές (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	7,3%	6,7%
		Εισαγωγές (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	-1,5%	-3,9%
		Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	..	2,4%
		Εναρμονισμένος Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	..	3,0%
Τετάρτη 15/1		Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	..	2,6%
		Δομικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	..	3,5%
		Βιομηχανική Παραγωγή (Μηνιαία Μεταβολή)	ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ	0,5%	0,0%
		Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή)	ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ	..	-1,2%
		Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	..	2,7%
		Δομικός Δείκτης Τιμών Καταναλωτή (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	..	3,3%
Πέμπτη 16/1		ΑΕΠ (Μηνιαία Μεταβολή)	ΝΟΕΜΒΡΙΟΣ	..	-0,1%
		Λιανικές Πωλήσεις (Μηνιαία Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	0,5%	0,7%
		Νέες Απτήσεις για Επίδομα Ανεργίας (χιλιάδες)	ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 11	..	201
		Συνεχιζόμενες Απτήσεις για Επίδομα Ανεργίας (χιλιάδες)	ΙΑΝΟΥΑΡΙΟΣ 4	..	1867
Παρασκευή 17/1		ΑΕΠ (Τριμηνιαία Μεταβολή)	T4:2024	1,7%	0,9%
		ΑΕΠ (Ετήσια Μεταβολή)	T4:2024	5,1%	4,6%
		Βιομηχανική Παραγωγή (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	5,4%	5,4%
		Λιανικές Πωλήσεις (Ετήσια Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	3,5%	3,0%
		Ενάρξεις Κατοικιών (χιλιάδες)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	1310	1289
		Εκδοθείσες Άδειες Οικοδομών (χιλιάδες)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	..	1493
		Βιομηχανική Παραγωγή (Μηνιαία Μεταβολή)	ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΣ	0,2%	-0,1%



ΑΜΟΙΒΑΙΟ ΚΕΦΑΛΑΙΟ	Καθαρή Τιμή 31 Δεκεμβρίου 2024	Απόδοση Α/Κ% αρχή έτους (31/12/2023-31/12/2024)	Απόδοση Α/Κ% 3τίας (31/12/2021-31/12/2024)
ΜΕΤΟΧΙΚΑ			
ΔΗΛΟΣ BLUE CHIPS	6,61	14,25%	64,81%
ΔΗΛΟΣ SMALL CAP	2,33	8,49%	45,27%
NBG EUROPEAN ALLSTARS (A) – SICAV	1.796,93	6,51%	10,45%
NBG GLOBAL EQUITY (A) – SICAV	3.912,06	16,50%	19,87%
ΜΙΚΤΑ			
ΔΗΛΟΣ ΜΙΚΤΟ	19,60	7,43%	26,86%
ΔΗΛΟΣ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΩΝ ΤΟΠΟΘΕΤΗΣΕΩΝ	17,61	6,27%	9,77%
NBG DYNAMIC ASSET ALLOCATION (A) – FCP	1.012,22	5,63%	-1,51%
ΟΜΟΛΟΓΙΑΚΑ			
ΔΗΛΟΣ EUROBOND	8,38	4,94%	1,71%
ΔΗΛΟΣ FIXED INCOME PLUS	9,65	1,45%	-8,87%
ΔΗΛΟΣ ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΩΝ & ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ	13,95	3,36%	3,59%
ΔΗΛΟΣ USDBOND	7,88	6,97%	2,20%
ΔΗΛΟΣ ΔΟΛΛΑΡΙΑΚΟ (USD)	12,64	2,76%	1,91%
ΔΗΛΟΣ ΕΙΣΟΔΗΜΑΤΟΣ	29,06	4,03%	-2,56%
ΔΗΛΟΣ ΕΛΛΗΝΙΚΗ ΑΝΑΠΤΥΞΗ	13,13	6,21%	2,21%
NBG INCOME PLUS (A) - SICAV	1.189,07	2,81%	1,66%
FUND OF FUNDS			
ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST BLUE	11,51	3,14%	1,65%
ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST YELLOW ESG	15,79	12,05%	9,94%
ΔΗΛΟΣ SYNTHESIS BEST RED ESG	25,20	21,23%	18,66%
FUNDS ΤΡΙΤΩΝ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΤΩΝ			
BlackRock Global Funds - Euro Bond Fund Class A2 EUR	27,39	1,94	
BlackRock Global Funds - Euro Short Duration Bond	15,88	3,18	
BNP Paribas Funds Green Bond	89,42	1,59	
BNP Paribas Funds Sustainable Enhanced Bond	106,03	3,96	
BNP Paribas Insticash EUR	120,61	3,51	
BNP Paribas Insticash USD	140,27	5,15	
Pictet - Multi Asset Global Opportunities	128,31	8,69	
Schroder ISF - Carbon Neutral Credit	93,50	3,84	
Schroder ISF - Global Credit Income Distribution Hedged	82,48	4,31	
UBS (Lux) Strategy Fund - Yield (EUR) P-acc	3.501,90	4,32	

πηγή: NBG Asset Management & Private Banking, τιμή κλεισίματος 31/12/2024

ΟΙ ΟΣΕΚΑ ΔΕΝ ΕΧΟΥΝ ΕΓΓΥΗΜΕΝΗ ΑΠΟΔΟΣΗ ΚΑΙ ΟΙ ΠΡΟΗΓΟΥΜΕΝΕΣ ΑΠΟΔΟΣΕΙΣ ΔΕΝ ΔΙΑΣΦΑΛΙΖΟΥΝ ΤΙΣ ΜΕΛΛΟΝΤΙΚΕΣ



Θερμές ευχαριστίες στους Π. Μπακάλη, Β. Καραγιάννη, Α. Αθανασίου, Σ. Τσαρούχα,

AC: Το παρόν έντυπο εκδόθηκε από τη Διεύθυνση Οικονομικής Ανάλυσης της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος, η οποία εποπτεύεται από την Τράπεζα της Ελλάδος. Ο συντάκτης του παρόντος κ. Ηλίας Τσιριγωτάκης είναι κάτοχος πιστοποιητικού τύπου Δ, που επιτρέπει την εκπόνηση αναλύσεων σχετικά με χρηματοπιστωτικά μέσα ή εκδότες. Αρμόδια αρχή: η Επιτροπή Κεφαλαιαγοράς Το παρόν έντυπο είναι μόνο για πληροφόρηση και δε μπορεί να χρησιμοποιηθεί ή να θεωρηθεί σαν πρόταση ή άλλο είδους προτροπή για αγοράς ή πωλήσεις επενδυτικών προϊόντων ή χρηματοπιστωτικών μέσων. Όποια στοιχεία έχουν χρησιμοποιηθεί στο παρόν έντυπο, έχουν ληφθεί από πηγές που θεωρούνται αξιόπιστες. Λόγω της πιθανότητας λάθους εκ μέρους αυτών των πηγών, η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος δεν εγγυάται για την ακρίβεια ή τη χρησιμότητα οποιασδήποτε πληροφορίας και δεν υποχρεούται να επικαιροποιεί το περιεχόμενο του παρόντος. Η Εθνική Τράπεζα της Ελλάδος, τα στελέχη της, το προσωπικό της ή/και άλλα πρόσωπα που σχετίζονται με αυτήν, δεν ευθύνονται ούτε αναλαμβάνουν ουδεμία νομική υποχρέωση σε σχέση με οποιαδήποτε επενδυτική απόφαση η οποία βασίστηκε στο παρόν έντυπο. Τα φυσικά και νομικά πρόσωπα, αποδέκτες του παρόντος, θα πρέπει πριν τη λήψη των επενδυτικών τους αποφάσεων να λαμβάνουν κάθε απαιτούμενη συμβουλή από εξωτερικούς επενδυτικούς, νομικούς, φορολογικούς ή άλλους συμβούλους. Οι τυχόν εκτιμήσεις που παρατίθενται σχετικά με τις μελλοντικές διακυμάνσεις δεν αποτελούν ασφαλή ένδειξη μελλοντικών επιδόσεων. Επιπλέον, τονίζεται ότι οι υποκείμενες αξίες που αναφέρονται εμπεριέχουν επενδυτικούς κινδύνους ακόμη και κίνδυνο μείωσης του επενδυόμενου κεφαλαίου. Η Τράπεζα έχει λάβει όλα τα κατάλληλα μέτρα για την αποφυγή καταστάσεων σύγκρουσης συμφερόντων που μπορεί να ανακύψει με τους χρηματοοικονομικούς αναλυτές που παράγουν την έρευνα και τους αποδέκτες αυτής και έχει θεσπίσει, εφαρμόζει και διατηρεί κατάλληλη αντίστοιχη πολιτική. Τέλος, επισημαίνεται ότι η διανομή του παρόντος σε πρόσωπα που δεν διέπονται από το ελληνικό δίκαιο ενδέχεται να υπόκειται σε απαγορεύσεις ή περιορισμούς από τον εκάστοτε σχετικό εφαρμοστέο νόμο. Οποιαδήποτε αναπαραγωγή ή αναδημοσίευση του δελτίου ή τμήματος αυτού πρέπει υποχρεωτικά να έχει την έγκριση της Εθνικής Τράπεζας της Ελλάδος.