

Macro-Strategic Outlook (Q2-Q3 2026)

ΗΜΕΡΟΜΗΝΙΑ: 12 Μαρτίου 2026

Η Σύγκλιση των Συστημικών Κινδύνων: Από την Κρίση Ρευστότητας των Κρατικών Ομολόγων στη Διάβρωση του Ιδιωτικού Χρέους και τις Γεωπολιτικές Ανακατατάξεις.

*Μέξης Δημήτριος

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Η παγκόσμια οικονομία το πρώτο τρίμηνο του 2026 αντιμετωπίζει μια πρωτοφανή «πολυκρίση» (polycrisis), όπου παραδοσιακά ανεξάρτητοι παράγοντες — δημοσιονομική πολιτική, γεωπολιτικές συγκρούσεις και σκιάδης τραπεζική— αλληλεπιδρούν δημιουργώντας ένα περιβάλλον υψηλής μεταβλητότητας. Η πρόσφατη αποτυχία κάλυψης της δημοπρασίας των γερμανικών 10ετών ομολόγων (Bunds) αποτελεί το «σημείο μηδέν» μιας ευρύτερης συστημικής μετατόπισης.

Η ΚΡΙΣΗ ΤΟΥ ΚΡΑΤΙΚΟΥ ΧΡΕΟΥΣ ΚΑΙ ΤΟ ΓΕΡΜΑΝΙΚΟ BUND

Η αδυναμία του Βερολίνου να αντλήσει το πλήρες ποσό των 5 δισ. ευρώ (άντληση μόλις 3,8 δισ. με απόδοση 2,89%), bid-to-cover ratio <1, σηματοδοτεί το τέλος της εποχής του Bund ως «απόλυτου καταφυγίου».

Η Γερμανία, επωμιζόμενη το κύριο βάρος της οικονομικής στήριξης του Κιέβου μετά τη μείωση της αμερικανικής εμπλοκής, οδηγείται σε δομικά ελλείμματα. Η αναστολή του «φρένου χρέους» (Schuldenbremse) έχει προκαλέσει ανησυχία στους θεσμικούς επενδυτές για τη μακροπρόθεσμη φερεγγυότητα της Ευρωζώνης.

Η άνοδος των γερμανικών αποδόσεων λειτουργεί ως καταλύτης για την άνοδο του παγκόσμιου κόστους δανεισμού, πιέζοντας τις αποτιμήσεις των μετοχών παγκοσμίως.

Πρόβλεψη για Q2-Q3 2026

- Base case: Bund 10Y συνεπάγεται 3,0–3,2%
- Bear case (περαιτέρω αποτυχίες auctions): 3,4–3,8%

Η άνοδος των γερμανικών αποδόσεων λειτουργεί ως καταλύτης για την άνοδο του παγκόσμιου κόστους δανεισμού (+40–60 bps σε περιφερειακά spreads), πιέζοντας τις αποτιμήσεις των μετοχών παγκοσμίως κατά -4% έως -7% ανά +50 bps spread.

Η ΓΕΩΠΟΛΙΤΙΚΗ ΤΩΝ COMMODITIES ΚΑΙ Ο ΠΟΛΕΜΟΣ ΜΕ ΤΟ IPAN

Η στρατιωτική κλιμάκωση στη Μέση Ανατολή (Επιχείρηση "Epic Fury") λειτουργεί ως ο κύριος πληθωριστικός μοχλός του 2026.

Η διαταραχή στα Στενά του Ορμούζ οδήγησε το Brent άνω των **\$110**. Αυτό δημιουργεί ένα περιβάλλον «στασιμοπληθωρισμού» (stagflation), όπου οι κεντρικές τράπεζες αδυνατούν να μειώσουν τα επιτόκια παρά την επιβράδυνση της ανάπτυξης. Το Brent έφτασε peak \$119,50 και τώρα διαμορφώνεται στο ευρώς \$96–101

Πρόβλεψη για Q2-Q3 2026

- Base case: \$95–105
- Bear case (παρατεταμένη κλεισίματος Στενών Ορμούζ): \$120–140 (+20–40% λειτουργικό κόστος βιομηχανιών)
- Bull case (γρήγορη αποκλιμάκωση): \$80–90 (-10–15% κόστος, +8–12% EBITDA σε refiners).

Αυτό δημιουργεί ένα περιβάλλον «στασιμοπληθωρισμού» (stagflation), όπου οι κεντρικές τράπεζες αδυνατούν να μειώσουν τα επιτόκια παρά την επιβράδυνση της ανάπτυξης.

Τα Sovereign Wealth Funds (SWFs) της Σαουδικής Αραβίας και των ΗΑΕ έχουν σταματήσει την ανακύκλωση πετροδολαρίων σε δυτικά ομόλογα. Η ανάγκη για εγχώρια πολεμική χρηματοδότηση και η προστασία υποδομών (LNG/Oil facilities) αποστραγγίζει τη ρευστότητα από τις δημοπρασίες των ΗΠΑ και της Ευρώπης.

Η ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ "DEVASTATION" ΤΗΣ ΚΙΝΑΣ ΚΑΙ ΤΑ TARIFFS

Οι σινοαμερικανικές σχέσεις έχουν εισέλθει στην πιο επιθετική τους φάση.

Η επιβολή των νέων αμερικανικών δασμών (Liberation Day Tariffs) οδήγησε την Κίνα σε αντίποινα μέσω της αγοράς ομολόγων. Το Πεκίνο «εργαλειοποιεί» το αμερικανικό χρέος, προβαίνοντας σε μαζικές πωλήσεις Treasuries για να προκαλέσει άνοδο των επιτοκίων στις ΗΠΑ, πλήττοντας την αμερικανική στεγαστική αγορά.

Η στροφή της Κίνας στον χρυσό υπονομεύει την ηγεμονία του δολαρίου, αυξάνοντας τη μεταβλητότητα στις συναλλαγματικές ισοτιμίες.

Η "ΦΟΥΣΚΑ" ΤΟΥ PRIVATE CREDIT ΚΑΙ Η ΠΑΡΕΜΒΑΣΗ ΤΗΣ J.P. MORGAN

Το Private Credit (\$2,1 τρισεκατομμύρια AUM το 2026) αποτελούσε τη βαλβίδα αποσυμπίεσης του συστήματος, μέχρι πρόσφατα.

Η απόφαση του Jamie Dimon (11 Μαρτίου 2026) να περιορίσει τον τραπεζικό δανεισμό προς τα Private Credit Funds (όπως η **Blue Owl** και η **Apollo**) μετά markdowns -10–25% σε software loans αποτελεί το "Minsky Moment" της δεκαετίας. Η J.P. Morgan διαγνώσκει συστημικό κίνδυνο στη μόχλευση αυτών των funds.

Πρόβλεψη impact

- Leverage μείωση 20–40%

- Default rates Ελλάδα +150–250 bps (από περίπου 3% συνεπάγεται 4,5–7,5%)

- NIM ελληνικών τραπεζών: συμπίεση -15–30 bps λόγω υψηλότερου κόστους MREL issuance (+40–60 bps spread vs Bund).

Η έλλειψη τραπεζικής στήριξης αναγκάζει τα funds να γίνουν εξαιρετικά επιλεκτικά. Επιχειρήσεις που βασίζονταν σε ιδιωτικά δάνεια για να αποφύγουν τα υψηλά επιτόκια των τραπεζών βρίσκονται τώρα σε πιστωτική ασφυξία.

ΕΛΛΗΝΙΚΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ (Χ.Α.)

Η ελληνική αγορά, αν και περιφερειακή, βρίσκεται στο επίκεντρο αυτών των πιέσεων λόγω της εξάρτησής της από ξένα κεφάλαια και της γεωγραφικής της εγγύτητας στις συγκρούσεις.

Τραπεζικός Κλάδος: Ο Κίνδυνος της Ρευστότητας

Οι ελληνικές τράπεζες, παρά την ισχυρή κεφαλαιακή τους επάρκεια, θα αντιμετωπίσουν το 2026 την πρόκληση του **MREL**. Η άνοδος των γερμανικών αποδόσεων συμπαρασύρει το κόστος έκδοσης νέων ομολόγων για τις τράπεζες. Η κίνηση της J.P. Morgan να "μαζέψει" τη ρευστότητα παγκοσμίως σημαίνει ότι οι ελληνικές τράπεζες θα πρέπει να προσφέρουν πολύ υψηλότερα επιτόκια για να προσελκύσουν θεσμικούς επενδυτές, γεγονός που θα συμπίεσει τα καθαρά επιτοκιακά τους περιθώρια (NIM). Τρέχον spread GR vs Bund: 67–80 bps (Ελλάδα 10Y 3,63–3,68%).

Εισηγμένες Ενέργειας & Υποδομών:

Εταιρείες όπως η **ΔΕΗ**, η **ΓΕΚ ΤΕΡΝΑ** και η **Metlen (Μυτιληναίος)** έχουν αναπτύξει στρατηγικούς δεσμούς με κεφάλαια από τον Κόλπο.

Η αποχή των Αράβων επενδυτών λόγω του πολέμου με το Ιράν θέτει σε κίνδυνο την ολοκλήρωση deals ή τη συμμετοχή σε μελλοντικές αυξήσεις κεφαλαίου.

Οι τιμές του πετρελαίου στα \$110 επιβαρύνουν το λειτουργικό κόστος των βιομηχανιών κατά +15–25% σε bear case, ενώ η μεταβλητότητα στο φυσικό αέριο (λόγω Ουκρανίας) καθιστά τις προβλέψεις κερδοφορίας επισφαλείς.

Real Estate & ΑΕΕΑΠ: Η Πίεση των Yields

Ο κλάδος των ακινήτων στο Χ.Α. (π.χ. Lamda, Prodea) είναι ο πλέον ευάλωτος στην άνοδο των αποδόσεων του Bund. Με το γερμανικό 10ετές στο 2,89–2,94% και το ελληνικό 3,63–3,68%, οι εσωτερικές αξίες (NAV) των ακινήτων υπολογίζεται ότι θα υποστούν υποτίμηση -8–12% ανά +50 bps αύξηση του discount rate.

Το Spread ως "Ανάχωμα"

Η μόνη θετική παράμετρος για την Ελλάδα είναι η διατήρηση των πρωτογενών πλεονασμάτων. Αν η Ελλάδα καταφέρει να διατηρήσει το spread έναντι του Bund κάτω από τις 90-100 μονάδες βάσης(ήδη 67–80 bps) , θα λειτουργήσει ως **"Safe Haven Proxy"** εντός της Νότιας Ευρώπης. Οι επενδυτές μπορεί να προτιμήσουν ελληνικούς τίτλους έναντι ιταλικών ή γαλλικών, λόγω της καλύτερης δημοσιονομικής τροχιάς. Το καλοκαίρι του 2026 θα είναι περίοδος «ξεκαθαρίσματος». Οι μετοχές υψηλής κεφαλαιοποίησης με ισχυρή αυτοχρηματοδότηση και χαμηλή εξάρτηση από το Private Credit θα υπεραποδώσουν. Αντίθετα, οι εταιρείες με υψηλή μόχλευση θα βρεθούν σε δίνη ρευστότητας.

:ΠΟΣΟΤΙΚΟΠΟΙΗΜΕΝΑ ΣΕΝΑΡΙΑ & SENSITIVITY ANALYSIS (Q2-Q3 2026)

Σενάριο	Brent (\$/bbl)	Bund 10Y	GR Spread (bps)	GR 10Y Yield	Χ.Α. Ετήσια Απόδοση	Υπεραποδοση Κλάδοι	Υποαπόδοση Κλάδοι
Base (πιθανότερο 65%)	95–105	3,0–3,2%	70–90	3,8–4,1%	+5% έως +12%	Ενέργεια/LNG (+15–25%), Τράπεζες (+8–15%)	Real Estate (-5–15%), Leveraged mid-caps (-10–20%)
Bear (πολυκρίση)	120–140	3,4–3,8%	110–150	4,5–5,3%	-10% έως -25%	Refiners/LNG defensive (+5–10%)	Τράπεζες (-15–30%), Real_Estate (-20–35%)
Bull (αποκλιμάκωση)	80–90	2,7–2,9%	50–70	3,3–3,6%	+15–30%	Blue chips + RRF (όλοι)	—

Sensitivity

- +50 bps Bund συνεπάγεται -4% έως -7% τραπεζικές & real estate μετοχές
- +1% Brent συνεπάγεται -0,3% έως -0,5% EPS σε ΔΕΗ/Metlen
- Cash buffer (€35–40 δισ.) συνεπάγεται κάλυψη 18–22 μήνες χωρίς market access
- RRF ροή 2026: περίπου €12–15 δισ. εναπομείναντα (55–70% απορρόφηση) συνεπάγεται decoupling beta Χ.Α. 0,65–0,75 vs global equities.

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΑ ΕΡΓΑΛΕΙΑ ΑΝΤΙΜΕΤΩΠΙΣΗΣ ΚΑΙ ΣΕΝΑΡΙΑ ΜΕΤΡΙΑΣΜΟΥ (MITIGATION STRATEGIES)

Η αντιμετώπιση της πολυδιάστατης κρίσης του 2026 απαιτεί τη χρήση μη συμβατικών εργαλείων που υπερβαίνουν την απλή νομισματική πολιτική. Οι διεθνείς οργανισμοί και τα κράτη-μέλη έχουν ενεργοποιήσει μηχανισμούς «ανάσχεσης» της μετάδοσης (contagion) του κινδύνου.

Ενεργειακή Θωράκιση: Συντονισμένη Χρήση SPR (Strategic Petroleum Reserves)

Η εκτίναξη του Brent άνω των \$110, λόγω της σύρραξης με το Ιράν, ενεργοποίησε το πρωτόκολλο έκτακτης ανάγκης του Διεθνούς Οργανισμού Ενέργειας (IEA).

Η συντονισμένη απελευθέρωση **400 εκατομμυρίων βαρελιών** παγκοσμίως από SPR (ΗΠΑ 172 εκατ., Ιαπωνία 80 εκατ. κ.λπ.) αποτελεί το κύριο εργαλείο καταστολής του ενεργειακού κόστους. Στόχος είναι η τεχνητή αύξηση της προσφοράς για να αποτραπεί η καταστροφή της ζήτησης (demand destruction) και η περαιτέρω διάβρωση της αγοράς ομολόγων μέσω των πληθωριστικών προσδοκιών.

Η αποτελεσματικότητα του εργαλείου SPR περιορίζεται χρονικά (runway) στους 4-6 μήνες, γεγονός που καθιστά κρίσιμη τη διπλωματική αποκλιμάκωση εντός του Q3 2026.

Νομισματική Σταθεροποίηση και Liquidity Swap Lines

Για την αποφυγή ενός "freeze" στις αγορές χρέους μετά την αποτυχία του Bund:

Η ΕΚΤ και η Fed ενίσχυσαν τις γραμμές ανταλλαγής ρευστότητας (Swap Lines), επιτρέποντας σε κεντρικές τράπεζες να αντλούν σκληρό νόμισμα έναντι εγγυήσεων κρατικών τίτλων. Αυτό αποτρέπει την αναγκαστική πώληση (forced selling) ομολόγων από ξένα κράτη που χρειάζονται ρευστότητα για τον πόλεμο ή την άμυνα.

Η ΕΚΤ διατηρεί σε ετοιμότητα το ΤΠΙ για να παρέμβει επιλεκτικά στη δευτερογενή αγορά ομολόγων, αποτρέποντας την αδικαιολόγητη διεύρυνση των spreads σε χώρες όπως η Ιταλία και η Ελλάδα.

Η Παρέμβαση στο Private Credit και τη Σκιάδη Τραπεζική

Η συστημική πίεση που άσκησε η **J.P. Morgan** περιορίζοντας τη μόχλευση προς τα Private Credit Funds (Apollo, Blue Owl) οδηγεί σε:

Regulatory Stress Tests: Οι ρυθμιστικές αρχές (SEC, ESMA) επιβάλλουν πλέον ελέγχους ρευστότητας στα Private Debt Funds, απαιτώντας υψηλότερα επίπεδα μετρητών.

Public-Private Credit Backstops: Εξετάζεται η δημιουργία κρατικών εγγυήσεων για τη διασφάλιση της χρηματοδότησης κρίσιμων υποδομών, ώστε να μην εξαρτώνται αποκλειστικά από την ασταθή ιδιωτική πίστωση.

Η ΕΛΛΗΝΙΚΗ «ΑΣΠΙΔΑ» ΚΑΙ ΤΟ ΧΡΗΜΑΤΙΣΤΗΡΙΟ ΑΘΗΝΩΝ (Χ.Α.)

Στην τελική ανάλυση της ελληνικής αγοράς, τα εργαλεία αντιμετώπισης διαφοροποιούνται λόγω της ιδιομορφίας της εγχώριας οικονομίας.

Η Ελλάδα διαθέτει το μεγαλύτερο αναλογικά ταμειακό απόθεμα ύψους περίπου €35–40 δις. στην Ευρώπη. Αυτό το εργαλείο επιτρέπει στον ΟΔΔΗΧ να απέχει από τις αγορές σε περιόδους ακραίας μεταβλητότητας (όπως η τρέχουσα κρίση του Bund), προστατεύοντας το κόστος δανεισμού της χώρας. Η ύπαρξη αυτού του αποθέματος λειτουργεί ως «ψυχολογικό ανάχωμα» για τους επενδυτές του Χ.Α., περιορίζοντας τον πανικό.

Επίσης το RRF αποτελεί το ισχυρότερο εργαλείο αποσύνδεσης (decoupling) της ελληνικής οικονομίας από το παγκόσμιο Credit Crunch. Καθώς η J.P. Morgan και τα Private Credit Funds περιορίζουν τη ρευστότητα, οι πόροι του RRF (χαμηλότοκα δάνεια) συνεχίζουν να ρέουν προς τις ελληνικές εισηγμένες (Ενέργεια, Τηλεπικοινωνίες), διασφαλίζοντας την υλοποίηση των επενδυτικών τους σχεδίων ανεξάρτητα από τα διεθνή επιτόκια.

Σε περίπτωση παρατεταμένου πολέμου στον Κόλπο, η Ελλάδα αναδεικνύεται σε κρίσιμο κόμβο μεταφοράς ενέργειας (LNG) για την Ευρώπη.

Οι εταιρείες διύλισης (Helleniq Energy, Motor Oil) και οι εταιρείες διαχείρισης ενεργειακών υποδομών (ΑΔΜΗΕ, ΔΕΣΦΑ) αναμένεται να λειτουργήσουν ως «αμυντικά καταφύγια» (defensive plays), προσελκύνοντας κεφάλαια που αποχωρούν από τον τραπεζικό κλάδο.

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑ Χ.Α.: Η ελληνική αγορά διαθέτει τα εργαλεία να απορροφήσει τους κραδασμούς του 2026. Η κρίση ρευστότητας θα τιμωρήσει τις εταιρείες με υψηλή έκθεση σε κυμαινόμενα επιτόκια, αλλά θα επιβραβεύσει εκείνες που είναι ενταγμένες στο εθνικό σχέδιο ενεργειακής και ψηφιακής μετάβασης όπως για παράδειγμα ΔΕΗ, Μυτιληναίος, Helleniq Energy, Motor Oil, ΑΔΜΗΕ/ΔΕΣΦΑ.

Πηγές:

1. *IEA Strategic Report: "The 2026 Oil Crisis and Emergency Response" (March 2026).*
2. *ECB Macprudential Bulletin: "The Role of TPI in Market Stabilization" (2026).*
3. *J.P. Morgan Asset Management: "Navigating the 2026 Credit Squeeze" (2026).*
4. *Greek Ministry of Finance: "Debt Management Strategy and Cash Buffer Analysis" (Q1 2026)*
5. *J.P. Morgan Global Research: "The End of Private Credit Hegemony" (Feb 2026).*
6. *Bundesbank Monthly Report: "Liquidity Constraints in Bund Auctions" (March 2026).*
7. *Blue Owl Capital: "Direct Lending Outlook in a High-Rate Environment" (2026).*
8. *Energy Intelligence: "The Impact of Iran-Israel Conflict on Strait of Hormuz" (2026).*
9. Deutsche Finanzagentur & Investing.com: Bund Auction Results (11/3/2026)
10. Trading Economics / Bloomberg: Bund 10Y Yield & Greece 10Y (12/3/2026)
11. Reuters / WSJ / IEA: 400M barrel SPR Release (11/3/2026)
12. Preqin / ACC Report: Private Credit AUM \$1,9–2,2 τρις. (2026)
13. CNBC / FT: JP Morgan markdowns & lending restrictions (11/3/2026)
14. Greek Ministry of Finance – Public Debt Bulletin No 120 & OT.gr: Cash Buffer €35–40 δις. (2026)
15. European Commission: RRF disbursements Greece (65%+ rate)

Περιγραφή οικονομικών όρων

Bund (German Bund): Το 10ετές κρατικό ομόλογο της Γερμανίας. Θεωρείται το "benchmark" (σημείο αναφοράς) για την τιμολόγηση του χρέους σε όλη την Ευρώπη.

Yield (Απόδοση): Το ετήσιο ποσοστό κέρδους ενός ομολόγου. Όταν οι τιμές των ομολόγων πέφτουν (λόγω χαμηλής ζήτησης), οι αποδόσεις ανεβαίνουν.

Spread (Διαφορά Απόδοσης): Η διαφορά στην απόδοση μεταξύ δύο ομολόγων (π.χ. Ελληνικό vs Γερμανικό). Μετρά το επιπλέον ρίσκο που αντιλαμβάνονται οι επενδυτές για μια χώρα.

Basis Points (Μονάδες Βάσης - bps): Μονάδα μέτρησης επιτοκίων. 100 bps ισούνται με 1%.

Bid-to-Cover Ratio: Ο λόγος των προσφορών προς το ποσό που ζητά το κράτος σε μια δημοπρασία. Λόγος κάτω από 1 υποδηλώνει αποτυχία κάλυψης.

Safe Haven (Ασφαλές Καταφύγιο): Περιουσιακά στοιχεία (όπως ο χρυσός ή το Bund) στα οποία καταφεύγουν οι επενδυτές σε περιόδους κρίσης.

Private Credit (Ιδιωτική Πίστωση): Δάνεια που χορηγούνται απευθείας από μη τραπεζικά ιδρύματα (funds) σε επιχειρήσεις.

Direct Lending: Η απευθείας δανειοδότηση εταιρειών από επενδυτικά κεφάλαια χωρίς τη διαμεσολάβηση τράπεζας.

Credit Crunch (Πιστωτική Ασφυξία): Η απότομη μείωση της διαθεσιμότητας δανείων από το χρηματοπιστωτικό σύστημα.

MREL (Minimum Requirement for own funds and Eligible Liabilities): Εποπτικός κανόνας που επιβάλλει στις τράπεζες να κατέχουν συγκεκριμένα ομόλογα για να διασφαλιστεί η εξυγίανσή τους σε περίπτωση κρίσης.

Leverage (Μόχλευση): Η χρήση δανεικών κεφαλαίων για την αύξηση της επενδυτικής δύναμης.

Margin Call: Η απαίτηση μιας τράπεζας προς έναν επενδυτή να καταθέσει επιπλέον μετρητά επειδή η αξία των εγγυήσεων του μειώθηκε.

Sovereign Wealth Funds (SWFs): Κρατικά επενδυτικά ταμεία (π.χ. PIF Σαουδικής Αραβίας) που διαχειρίζονται τα πλεονάσματα μιας χώρας.

SPR (Strategic Petroleum Reserve): Τα στρατηγικά αποθέματα πετρελαίου που διατηρούν οι κυβερνήσεις για περιπτώσεις έκτακτης ανάγκης.

Tariffs (Δασμοί): Φόροι που επιβάλλονται σε εισαγόμενα προϊόντα (εργαλείο προστατευτισμού).

Stagflation (Στασιμοπληθωρισμός): Το οικονομικό φαινόμενο όπου ο πληθωρισμός παραμένει υψηλός ενώ η οικονομική ανάπτυξη είναι μηδενική ή αρνητική.

De-dollarization (Αποδολαριοποίηση): Η προσπάθεια χωρών (όπως η Κίνα) να μειώσουν την εξάρτησή τους από το αμερικανικό δολάριο στο διεθνές εμπόριο και τα αποθέματά τους.

Cash Buffer (Ταμειακό Απόθεμα): Το απόθεμα μετρητών που κρατά το ελληνικό κράτος (περίπου 35 δισ. €) για να καλύπτει τις ανάγκες του χωρίς να δανείζεται από τις αγορές σε δύσκολες στιγμές.

RRF (Recovery and Resilience Facility): Το ευρωπαϊκό Ταμείο Ανάκαμψης και Ανθεκτικότητας.

ΟΔΔΗΧ: Οργανισμός Διαχείρισης Δημοσίου Χρέους (ο φορέας που εκδίδει τα ελληνικά ομόλογα).

Blue Chips: Οι μετοχές των μεγαλύτερων και πιο ισχυρών οικονομικά εταιρειών στο Χρηματιστήριο (υψηλή κεφαλαιοποίηση).

Minsky Moment (Στιγμή Μίνσκι): Οικονομικός όρος που περιγράφει την απότομη κατάρρευση των αξιών των περιουσιακών στοιχείων μετά από μια παρατεταμένη περίοδο κερδοσκοπικής ευφορίας και υπερβολικού δανεισμού. Σύμφωνα με τη θεωρία του Hyman Minsky («Υπόθεση της Χρηματοπιστωτικής Αστάθειας»), η σταθερότητα στις αγορές γεννά την αστάθεια, καθώς οι επενδυτές, ωθούμενοι από την αυτοπεποίθηση, αναλαμβάνουν ολοένα και μεγαλύτερο ρίσκο. Η «Στιγμή» επέρχεται όταν οι ταμειακές ροές των δανειοληπτών δεν επαρκούν για την εξυπηρέτηση του χρέους τους, αναγκάζοντάς τους σε μαζικές ρευστοποιήσεις (fire sales). Αυτό προκαλεί μια βίαιη διόρθωση της αγοράς, απότομη άνοδο των επιτοκίων και γενικευμένη πιστωτική ασφυξία (Credit Crunch).

Στην ανάλυσή μας, η κίνηση της J.P. Morgan να περιορίσει τη ρευστότητα προς το Private Credit θεωρείται το έναυσμα του Minsky Moment.

Όταν τα επιτόκια ανεβαίνουν (λόγω Bund/Treasury), οι δανειολήπτες του 3ου σταδίου (Ponzi) δεν μπορούν πλέον να αναχρηματοδοτηθούν.

Αναγκάζονται να πουλήσουν περιουσιακά στοιχεία για να βρουν μετρητά.

Οι μαζικές πωλήσεις ρίχνουν τις τιμές, προκαλώντας πανικό και πιστωτική ασφυξία (Credit Crunch).

Ο Δημήτρης Μέξης είναι επαγγελματίας με πάνω από 25 χρόνια εμπειρίας στις χρηματοπιστωτικές αγορές και τις κεφαλαιαγορές. Είναι Head of Trading and Investments στην Axon S.A. Investment Services SA. Έχει εμπειρία ως Director of Financial Derivatives και Head of Financial Analysis σε εταιρείες του χώρου ενώ υπήρξε και research analyst σε αμερικάνικο Private Equity Fund. Είναι κάτοχος M.Sc. in International Finance and Banking (Εξειδίκευση σε Παράγωγα και Αξιολόγηση Κινδύνου) από το Οικονομικό Πανεπιστήμιο Αθηνών. Είναι πιστοποιημένος από την Ελληνική Κεφαλαιαγορά. Μέλος της Ελληνικής Ένωσης Πιστοποιημένων Αναλυτών Μετοχών και της Αγοράς (HACSA).

Appendix:

Ποσοτικοποιημένη Στρατηγική Ανάλυση και Υπολογισμοί Σεναρίων (Μεθοδολογία, μαθηματικοί τύποι και υπολογισμοί – Μάρτιος 2026)

1. Μεθοδολογία & Πηγές Δεδομένων

Η ποσοτικοποίηση βασίζεται σε:

- Ιστορικές συσχετίσεις (2022-2025): Beta X.A. vs Bund yields ≈ -0.55 έως -0.80 (Investing.com historical spread data & ASE index regression).
- Market-implied probabilities (futures/options pricing): Brent futures & Bund swaps (Bloomberg/Reuters 12/3/2026).
- Geopolitical risk assessment (Oxford Economics 2026: baseline 45%, low-level disruption 30%, severe tail 5%, de-escalation 20%).
- Consensus forecasts: EIA (Brent avg \$79 2026, adjusted upward to \$95+ short-term), JP Morgan (\$60 bearish baseline), ECB/Bundesbank (Bund consensus 3.0-3.2% base), Moody's/Private Credit (default rates +150-250 bps).

Πιθανότητες σεναρίων (weighted & normalized)

Raw geopolitical weights (Oxford): Baseline 45% συνεπάγεται Base, Disruption 30% + Tail 5% = 35% Bear risk, De-escalation 20% συνεπάγεται Bull.

Προσαρμογή με market pricing (Brent futures \sim \$85-95 implied, Bund swaps price +30 bps hike probability 30-85%):

- Base: 65% (45% baseline + 20% adjustment για τρέχουσα τιμή Brent \$97 & SPR release).
- Bear: 25% (35% raw - 10% μείωση λόγω TPI/swap lines).
- Bull: 10% (20% raw - 10% για geopolitics persistence).

Τύπος κανονικοποίησης:

$P_i = (W_{raw_i} \times M_{adj}) / \text{άθροισμα όλων των } W_{raw}$

όπου:

- W_{raw_i} = το αρχικό βάρος κάθε σεναρίου (π.χ. 45% για Base)
- M_{adj} = ο παράγοντας προσαρμογής από αγορές (1.44 για Base, 0.71 για Bear, 0.5 για Bull)
- άθροισμα όλων των W_{raw} = το σύνολο των αρχικών βαρών (100%)

Αποτέλεσμα μετά τον υπολογισμό: 65% Base + 25% Bear + 10% Bull = 100%.

2. Sensitivity Analysis (Μαθηματικοί Τύποι)

Γενικός τύπος απόδοσης X.A.:

$R_{ASE} = \alpha - \beta \times \Delta y_{Bund} + \gamma \times \Delta Brent\% - \delta \times \Delta DefaultRate$

όπου:

- R_{ASE} = η ετήσια απόδοση του Χρηματιστηρίου Αθηνών
- α = σταθερά (baseline return)
- β = συντελεστής ευαισθησίας στο Bund (5,5% ανά +50 bps)
- Δy_{Bund} = η αλλαγή στην απόδοση Bund (σε basis points)
- γ = συντελεστής ευαισθησίας στο Brent (-0,4% EPS ανά +1% αύξηση Brent)
- $\Delta Brent\%$ = το ποσοστό αλλαγής τιμής Brent
- δ = συντελεστής ευαισθησίας στα defaults (0,8% μείωση απόδοσης ανά +100 bps default rate)
- $\Delta DefaultRate$ = η αλλαγή στο ποσοστό αθέτησης

Τύπος υποτίμησης NAV Real Estate (Lamda / Prodea):

$\Delta NAV = - (\Delta r / (r + g)) \times 100\%$

όπου:

- ΔNAV = ποσοστιαία αλλαγή στην καθαρή αξία περιουσιακών στοιχείων
- Δr = αύξηση discount rate (π.χ. +50 bps)
- r = τρέχον discount rate
- g = αναμενόμενος ρυθμός ανάπτυξης

Τύπος συμπίεσης NIM τραπεζών:

$\Delta NIM = -0,25 \times \Delta MREL_spread$

όπου:

- ΔNIM = αλλαγή καθαρού επιτοκιακού περιθωρίου (σε basis points)
- $\Delta MREL_spread$ = αύξηση spread στα MREL ομόλογα (π.χ. +40-60 bps)

3. Υπολογισμός Ετήσιας Απόδοσης ανά Σενάριο (Μέσες Τιμές)

- Base: +8.5% (μέσο +5% έως +12%)
- Bear: -17.5% (μέσο -10% έως -25%)
- Bull: +22.5% (μέσο +15% έως +30%)

Υπολογισμός Weighted Expected Return (E[R]):

$$E[R] = (0,65 \times 8,5\%) + (0,25 \times -17,5\%) + (0,10 \times 22,5\%)$$

$$0,65 \times 8,5 = 5,525$$

$$0,25 \times -17,5 = -4,375$$

$$0,10 \times 22,5 = 2,25$$

Άθροισμα: $5,525 - 4,375 + 2,25 = 3,40\%$ (τελική αναμενόμενη απόδοση)

4. Impact ανά Κλάδο (Πλήρης Πίνακας Υπολογισμών)

Κλάδος	Base (+8.5%)	Bear (-17.5%)	Bull (+22.5%)	Sensitivity (+50bps Bund / +1% Brent)
Ενέργεια/LNG (ΔΕΗ, Μυτιληναίος, Helleniq, Motor Oil)	+20%	+7.5%	+28%	-0.4% EPS / +15% EBITDA (bull)
Τράπεζες	+11.5%	-22.5%	+18%	-5.5% (Bund) + -15 bps NIM
Real Estate (Lamda, Prodea)	-10%	-27.5%	+5%	-10% NAV (discount rate)
Defensive (ΑΔΜΗΕ, ΔΕΣΦΑ)	+12%	+8%	+15%	+5-10% (LNG hub)

5. Προτεινόμενη Στρατηγική Allocation (Base Case – 65% πιθανότητα)

- Ενέργεια/LNG & Refiners: 40% (defensive + LNG hub)
- Τράπεζες (υψηλή αυτοχρηματοδότηση): 30%
- Defensive Υποδομές: 15%
- Real Estate (μόνο low-leverage): 10%
- Cash / RRF-linked: 5%

Συνολικό expected portfolio return: +4.8% (με 40% overweight ενέργεια).

Bear hedge: 20% σε χρυσό / short Bund futures.

6. Συμπέρασμα & Risk-Adjusted Metrics

- Sharpe Ratio (υποθετικό $r_f=2,5\%$): Base = 1,1 / Συνολικό = 0,65
- Value-at-Risk 95% (bear scenario): -18% (1 μήνα)
- Mitigation: RRF (€12-15 δισ.) συνεπάγεται decoupling beta = 0,70
- Cash buffer (€35-40 δισ.) συνεπάγεται κάλυψη 18-22 μήνες

Πηγές υπολογισμών: EIA STEO (10/3/2026), Oxford Economics Geopolitical Report, Bloomberg consensus, Moody's Private Credit 2026, Investing.com historical betas, JP Morgan Credit Squeeze Report.

Συμπέρασμα: Η ελληνική αγορά προσφέρει +3.40% expected return με ισχυρό asymmetry (RRF + cash buffer περιορίζουν downside)

Κλάδος	Ποσοστό	Αιτιολόγηση
Ενέργεια / LNG & Refiners	40%	Αμυντική στάση + ανάδειξη της Ελλάδας σε Energy Hub.
Τράπεζες	30%	Υψηλή κερδοφορία παρά τη συμπίεση NIM (-15-30 bps).
Defensive Υποδομές	15%	Σταθερές ροές (ΑΔΜΗΕ, ΔΕΣΦΑ).
Real Estate	10%	Υποτίμηση NAV λόγω ανόδου discount rates (μόνο Low Leverage).
Cash / RRF-linked	5%	Διατήρηση ρευστότητας.