

Экономический пульс: Еврозона

Основные макроэкономические тренды и прогнозы



MAKE
EUROPE
GREAT
AGAIN



Александр Шмыров
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей
Взгляд на экономику и рынок акций

Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей

Уважаемые клиенты,

Рады представить вашему вниманию наш новый отчет «Экономический пульс: Еврозона», в котором мы подробно анализируем ключевые макроэкономические тенденции, монетарную политику, перспективы экономического роста и состояние фондового рынка региона. В отличие от наших стратегических инвестиционных обзоров, которые выходят с более долгосрочным горизонтом, данный отчет фокусируется на краткосрочных перспективах — ближайшие два квартала — и учитывает влияние новых фискальных инициатив, динамики глобального спроса и изменений в рыночных ожиданиях.

Сегодня экономическая среда в Евроне формируется под воздействием комбинации факторов, создающих как риски, так и новые инвестиционные возможности. С одной стороны, экономика региона сталкивается с замедлением промышленного сектора, охлаждением рынка труда и сохранением торговых рисков, особенно в контексте потенциального пересмотра тарифной политики США. С другой стороны, беспрецедентное фискальное стимулирование со стороны Германии, рост оборонных расходов и масштабные инфраструктурные инвестиции создают новые точки роста для отдельных секторов.

Мы видим, что европейские рынки находятся в переходной фазе. Фискальные стимулы, восстановление потребительской активности и стабилизация инфляции поддерживают уверенность инвесторов, но при этом сохраняются вызовы, связанные с замедлением мировой торговли, неопределенностью в монетарной политике ЕЦБ и высокими ценами на услуги. В таком контексте важно не просто следить за макроэкономическими показателями, но и оценивать перспективы конкретных секторов, которые могут оказаться бенефициарами текущих изменений.

Настоящий отчет поможет вам понять ключевые экономические тенденции, оценить влияние бюджетных и монетарных решений на рынок капитала и определить, какие сектора остаются наиболее перспективными для инвестиций. Мы стремимся предоставить вам качественную аналитику, которая позволит принимать взвешенные и обоснованные инвестиционные решения.

Надеемся, что данный обзор станет полезным инструментом в вашем инвестиционном процессе, и будем рады ответить на ваши вопросы, а также обсудить его ключевые выводы.

Шмыров Александр,
Заместитель Директора Департамента торговых идей

Оглавление

Наш взгляд на экономику Еврозоны	5
ВВП: слабая динамика и зависимость от фискального стимулирования	5
Динамика потребительской активности:	6
Фискальный разворот Германии: крупнейшее расширение государственных расходов за десятилетие	7
Политика ЕЦБ: ожидания по ставкам и влияние на экономику	7
Корпоративный сектор: общий взгляд	8
Инфляция	9
Рынок труда.....	10
Наш взгляд на акции Еврозоны.....	10
Бенефициары выделяемых нами трендов.....	11
Компании, теряющие от текущих трендов.....	12
Рынок облигаций	14
Анализ кривой свопов в евро.....	14
Корпоративные облигации	15
Приложение к отчету	16

Экономика Еврозоны: наш взгляд

Прогнозы для Еврозоны: Снижение темпов экономического роста.

Мы предполагаем, что экономика Еврозоны в 2025 году продолжит демонстрировать умеренные темпы роста, однако вторая половина года может сопровождаться дополнительным замедлением на фоне ослабления потребительского спроса и нестабильной внешней среды. Согласно нашим оценкам, ВВП Еврозоны в первом полугодии будет демонстрировать ежеквартальный рост на уровне 0.2–0.4% кв/кв, при этом основными драйверами останутся государственные расходы и стимулирующие меры.

Во второй половине года мы ожидаем, что замедление роста реальных располагаемых доходов населения и снижение потребительских настроений окажут давление на частное потребление. Также мы видим риски дальнейшего ослабления деловой активности в промышленности, что подтверждается снижением индексов PMI. В условиях низкой динамики роста мы придерживаемся осторожного прогноза и считаем, что Еврозона столкнется с ограниченным экономическим восстановлением.

ЕЦБ: Перспектива снижения процентной ставки.

На фоне продолжающегося замедления инфляции и вялого экономического роста Европейский центральный банк готовится к дальнейшему снижению процентных ставок в 2025 году. По нашим прогнозам, ЕЦБ снизит ставку дважды до конца года, что соответствует рыночным ожиданиям. Однако степень монетарного смягчения может быть менее агрессивной, если инфляция в сфере услуг и заработные платы продолжат оказывать давление.

На мартовском заседании ЕЦБ снизил ставку по депозитам на 25 бп до 2.50%, что соответствовало консенсус-прогнозу, но сопровождалось более осторожным тоном со стороны регулятора. Ключевые моменты заседания включали: (i) пересмотр прогноза по ВВП в сторону понижения, что отразило влияние торговых барьеров и слабой инвестиционной активности; (ii) небольшое повышение инфляционного прогноза на 2025 год; (iii) отказ от формулировки о том, что политика остается «ограничительной», что указывает на переход к более мягкому денежно-кредитному курсу.

В условиях замедления экономической активности и снижения инфляционного давления мы ожидаем, что ЕЦБ продолжит курс на постепенное смягчение денежно-кредитной политики, однако без чрезмерной агрессивности. Это позволит сбалансировать борьбу с инфляцией и поддержку экономики, обеспечивая более комфортные условия финансирования для бизнеса и домохозяйств.

Акции Еврозоны: наш взгляд

Фондовый рынок Еврозоны остается под влиянием макроэкономической нестабильности, включая слабый экономический рост и усиление торговых рисков. Однако ряд структурных факторов, таких как фискальное стимулирование в Германии, ожидаемое снижение ставок ЕЦБ и восстановление потребительского спроса, создают точки роста в отдельных секторах и группах компаний. С учетом текущей ситуации на рынке мы считаем, что включение активов различных классов, секторов и географических регионов позволит сбалансировать риски и улучшить долгосрочные перспективы. Диверсификация поможет не только снизить волатильность, но и обеспечить стабильность доходности портфелей.

Исходя из текущего макроэкономического контекста, наиболее привлекательными остаются компании с устойчивыми бизнес-моделями и стабильными денежными потоками. Наш основной фокус — оборонная промышленность, компании, задействованные в инфраструктурных проектах, а также банковский сектор, которые выигрывают от фискальных стимулов и улучшения рыночных условий.

Особое внимание мы уделяем оборонному сектору, который является крупнейшим бенефициаром роста государственных расходов в Германии и ЕС. GRANOLAS, несмотря на слабую динамику в 2024 году, остаются перспективной группой для долгосрочных инвесторов на фоне смягчения денежно-кредитной политики. Инфраструктура и строительство получают поддержку за счет рекордного объема государственных инвестиций, что создаёт устойчивый спрос на строительные материалы и подрядные услуги. Дополнительным сектором, который может получить выгоду от улучшения макроэкономических условий, является банковский сектор. Ожидаемое снижение ставок ЕЦБ и оживление экономической активности могут способствовать росту кредитования и восстановлению процентной маржи. В то же время, мы видим риски в энергетическом секторе, автопроме и промышленности, где сохраняются структурные проблемы, включая экологические ограничения, рост конкуренции и ослабление экспортного спроса.

Облигации Еврозоны: наш взгляд

Изменения в фискальной политике Германии привели к росту своповой кривой в евро на фоне распродажи немецких государственных облигаций, но мы ожидаем снижения доходностей по среднему и дальнему отрезкам в течение 3–6 месяцев, что создаёт возможность для тактического увеличения дюрации. На кредитных рынках мы сохраняем нейтральный взгляд на EUR IG облигации, предпочитая нециклические компании с рейтингом A и выше и низкой долей выручки от экспорта в США. В EUR HY сегменте мы продолжаем видеть риск расширения спредов на 40–60 бп из-за тарифной политики США и роста сделок M&A, способных оказать негативное влияние на кредитное качество эмитентов.

Наш взгляд на экономику Еврозоны

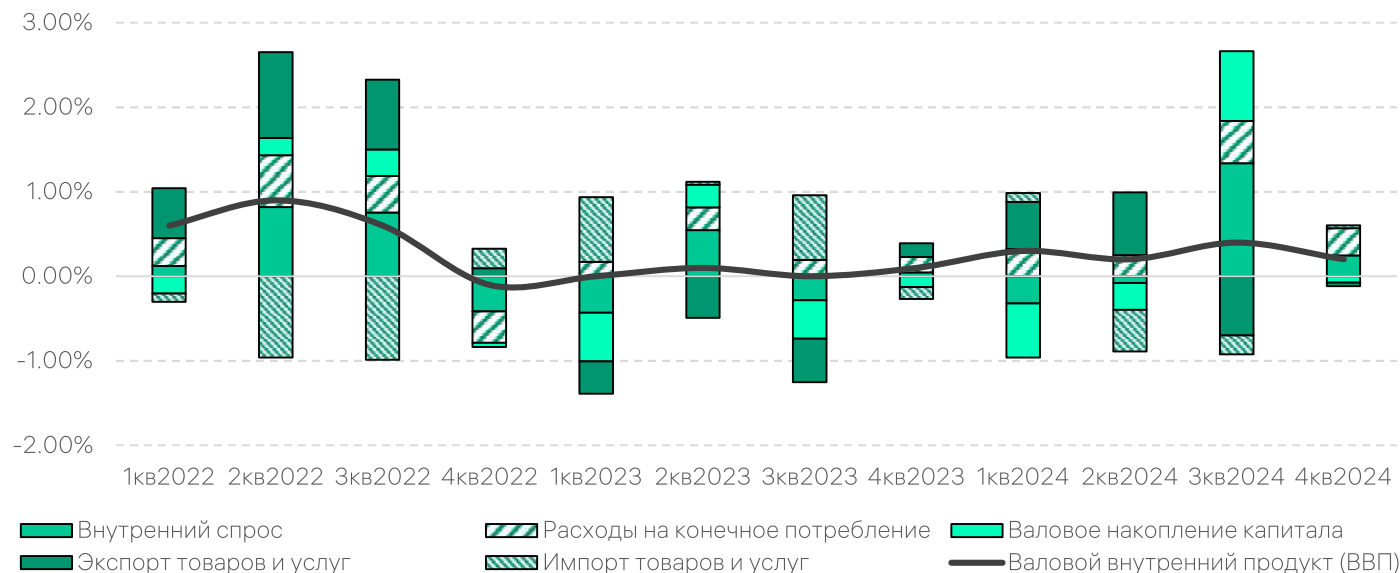
ВВП: слабая динамика и зависимость от фискального стимулирования

Наше мнение

Мы предполагаем, что темпы экспансии экономики Еврозоны по результатам первых двух кварталов будут на уровне 0.2-0.4% кв/кв. Фактор торговых войн, а также «фискальный разворот» в Германии (включающий инфраструктурный фонд в размере €500 млрд и увеличение военных расходов на €40 млрд) частично могут друг друга компенсировать. Если же говорить о прогнозах на год, то регулятор ожидает темпы роста на уровне 0.9% по итогам года. К слову, консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg на текущий момент находится на точно таком же уровне. В перспективе на второе полугодие дополнительное положительное влияние будет оказывать смягчение денежно-кредитной политики, которое реализуется в экономике с временным лагом. Однако важно подчеркнуть неопределенность создаваемую со стороны торговых барьеров, а также геополитических рисков, которые только в последнее время стали демонстрировать первые признаки улучшения.

Экономика Еврозоны в 2025 году продолжает демонстрировать признаки вялого роста, что подтверждается разочарывающими данными по ВВП за четвертый квартал 2024 года, которые составили 0.9% кв/кв (SAAR)¹. По итогам прошлого года темпы роста оказались ниже прогнозов ЕЦБ, но на уровне последнего квартала (против 0.4% по итогам 2023 года). Наши ожидания относительно дальнейшего снижения темпов экономической экспансии по результатам третьего и четвертого кварталов не оправдались. Более того, в третьем квартале мы увидели всплеск экономической активности, который был обусловлен: (i) снижением цен на энергоносители; (ii) ростом потребительской активности населения, на фоне улучшения потребительских настроений; (iii) значительным ростом валового накопления основного капитала, что свидетельствует о росте инвестиций в инфраструктуру и технологии; (iv) проведением Олимпийских игр во Франции, что положительно повлияло на экономику всей еврозоны. Однако для себя мы отмечаем то, что данный импульс был реализован именно в третьем квартале и ослаб в последующем, что подтверждает сохраняющуюся слабость потребительского спроса и инвестиционной активности.

Рис. 1. Темпы роста ВВП Еврозоны (кв/кв) SAAR



Источник: Bloomberg

Среди факторов неопределённости мы отмечаем усиление торговых барьеров, которые все чаще стали обсуждаться в последнее время. Среди уже введенных мер можно выделить 25%-ые тарифы на сталь и алюминий, которые формально касаются всех стран, но оказывают влияние на Канаду и Европу, поскольку ЕС является вторым крупнейшим поставщиком этих металлов в США. Однако доля экспорта европейской стали в США составляет всего 5% от общего объема производства, что делает влияние озвученных тарифов на макроэкономическом уровне ограниченным.

¹ Темпы роста экономики указаны SAAR (Seasonally Adjusted Annual Rate) — это скорректированный на сезонность годовой темп.

Более значительными могут стать пошлины на фармацевтику и автомобильную промышленность, которые должны вступить в силу с 2 апреля. Первая группа продукции занимает важное место в структуре европейского экспорта в США. В ответ Евросоюз может технически ввести контрмеры, однако зависимость ЕС от импорта американских энергоносителей делает пространство для симметричного ответа ограниченным.

Инвестиционная активность также остается сдержанной. Несмотря на ожидания постепенного смягчения денежно-кредитной политики, процентные ставки остаются на высоком уровне, что ограничивает доступ бизнеса к дешевым кредитам. Компании продолжают осторожно подходить к капитальным вложениям, предпочитая накапливать ликвидность и оптимизировать затраты вместо запуска новых проектов. В совокупности все эти факторы создают неблагоприятный фон для быстрого восстановления экономики, что делает фискальное стимулирование единственным значимым драйвером роста в 2025 году.

Таб. 1. Темпы роста ВВП стран Еврозоны (г/г)²

Страна	1кв. 2024Ф	2кв. 2024Ф	3кв. 2024Ф	4кв. 2024Ф	1кв. 2025П ³
Испания	2.7%	3.3%	3.5%	3.5%	3%
Греция	1.5%	2.4%	2.4%	2.7%	2.5%
Франция	1.4%	0.9%	1.3%	0.6%	0.7%
Италия	0.3%	0.6%	0.6%	0.6%	0.4%
Нидерланды	-0.6%	0.8%	1.7%	1.8%	2.3%
Германия	-0.1%	-0.2%	-0.3%	-0.2%	-0.3%

Источник: Bloomberg

Динамика потребительской активности:

Потребительская активность в Еврозоне остается умеренно позитивной, но подвержена рискам ослабления. В третьем квартале 2024 года реальное частное потребление выросло на 0.7%, чему способствовал рост доходов и снижение уровня сбережений. Стоит отметить, что это значительно выше средних темпов роста предыдущего года (+0.1%). Главным драйвером потребительского спроса стал рост затрат на услуги, особенно в туристическом и развлекательном сегментах. Часть этого роста была обусловлена временными факторами, такими как Олимпийские и Паралимпийские игры в Париже в 2024 году, которые способствовали увеличению расходов в сфере гостиничного бизнеса, общественного питания и транспорта.

Кроме того, снижение инфляции на продукты питания и энергоносители способствовало восстановлению спроса на товары, особенно в розничной торговле. Это свидетельствует о том, что домохозяйства начали активнее тратить средства на фоне замедления роста цен.

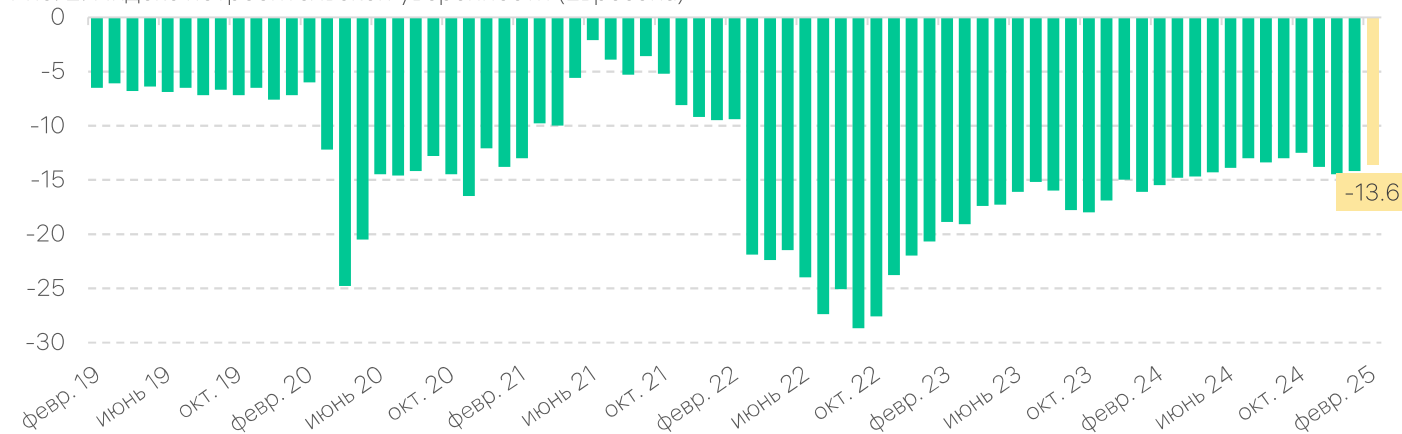
При этом уровень сбережений снизился до 15.2%, что говорит о постепенном переходе к более активному потреблению. Однако он все еще остается выше допандемийных уровней, что связано с высокой неопределенностью, сдержанным доверием потребителей и жесткими условиями кредитования. Рост доходов населения продолжает поддерживаться увеличением заработных плат, что в дальнейшем может стимулировать потребление.

Однако к концу года вышеописанный импульс ослабел из-за высокой неопределенности, сокращения инвестиций и сохранения сдержанных потребительских ожиданий. Индекс доверия потребителей хоть и демонстрирует улучшение, но все еще остается сдержанным из-за сохраняющейся экономической неопределенности. Так, в феврале он составил -13.6 пунктов, что указывает на то, что потребители все еще пессимистично оценивают экономические перспективы. Стоит отметить, что подобное отрицательное значение не должно пугать, так как уровень от -5 до -8 пунктов считается нейтральной зоной, которая преобладала в 2019 году, до пандемии. В общем, февральские данные говорят о сдержанно пессимизме: ситуация лучше, чем в кризисные периоды, но потребители все еще обеспокоены экономическими перспективами, что может ограничивать потребительскую активность в ближайшие месяцы.

² «Not Seasonally Adjusted» (NSA) — это термин, используемый в экономике для обозначения данных, которые не были скорректированы с учётом сезонных колебаний. Такие данные отображают фактические значения показателей без изменений, вызванных регулярными сезонными факторами, например, погодными условиями, праздниками или сезонными колебаниями в потребительских расходах.

³ Указан консенсус-прогноз аналитиков Bloomberg.

Рис. 2. Индекс потребительской уверенности (Еврозона)



Источник: Bloomberg

Фискальный разворот Германии: крупнейшее расширение государственных расходов за десятилетие

На фоне слабого экономического роста и ухудшения перспектив внешнего спроса ключевым событием для Еврозоны становится изменение фискальной политики Германии. Долгое время страна придерживалась политики жесткой бюджетной дисциплины, но в начале 2025 года новое правительство объявило о масштабных планах по увеличению государственных расходов, что может стать значительным импульсом для экономики.

Одной из главных инициатив является создание Специального инфраструктурного фонда объемом €500 млрд, который будет финансировать модернизацию транспортной системы, развитие возобновляемых источников энергии и цифровую трансформацию. Эти инвестиции призваны устранить накопившиеся инфраструктурные проблемы и повысить конкурентоспособность немецкой экономики.

Важной частью нового фискального стимулирования становится также увеличение оборонных расходов. На фоне роста геополитической напряженности Германия приняла решение увеличить военный бюджет с 2.1% до 3% ВВП, что обеспечит дополнительные €40 млрд ежегодных госрасходов. Это позволит модернизировать вооруженные силы, расширить производство военной техники и укрепить позиции немецких оборонных компаний.

Кроме того, правительство ослабляет бюджетные ограничения, предоставляя федеральным землям право накапливать дефицит до 0.35% ВВП. Это откроет дополнительные возможности для регионального финансирования и реализации крупных инвестиционных проектов.

Прогнозируемое влияние этих мер на экономику Германии достаточно значительное. Так, по оценкам JPMorgan, ВВП страны в 2025 году вырастет на 0.5%, а в 2026 и 2027 годах темпы роста ускорятся до 2.1% и 2.4% соответственно. Однако реализация таких масштабных программ несет в себе и определенные риски, включая возможные задержки в выполнении инфраструктурных проектов, перегрев строительного сектора и усиление инфляционного давления.

Политика ЕЦБ: ожидания по ставкам и влияние на экономику

Мы обновили наши ожидания на фоне фискальных стимулов Германии и теперь ожидаем два снижения ставки до конца года. Несмотря на снижение инфляции, ЕЦБ остается осторожным в вопросе монетарного смягчения. Февральские данные подтверждают, что инфляция продолжает возвращаться к целевому уровню 2%, однако регулятору важно убедиться, что это снижение устойчивое и не будет прервано ростом внутренних ценовых факторов. В условиях ослабления инфляционного давления и замедления экономического роста Европейский центральный банк готовится к дальнейшему снижению процентных ставок. Рыночные ожидания по денежно-кредитной политике включают два снижения ставки ЕЦБ в 2025 году, но при этом руководство Центробанка оставляет возможность для меньшего числа снижений, если инфляция в сфере услуг и заработные платы продолжат оказывать давление.

Члены Совета управляющих ЕЦБ расходятся во мнениях относительно темпов снижения ставок. Часть представителей выступает за последовательные шаги по 25 бп на каждом заседании, начиная с июня, тогда как другие указывают на возможные паузы в снижении, если инфляция не будет замедляться так быстро, как ожидается. Важным фактором, который будет определять дальнейшие действия ЕЦБ, станет динамика

заработных плат. Если их рост продолжит нормализоваться и инфляционные ожидания останутся стабильными, регулятор сможет проводить более агрессивное снижение ставок. В противном случае ЕЦБ может взять паузу, чтобы избежать перегрева экономики.

В целом политика регулятора будет направлена на постепенное смягчение условий финансирования, но без чрезмерной агрессивности, чтобы сбалансировать борьбу с инфляцией и поддержку экономического роста.

Корпоративный сектор: ОБЩИЙ ВЗГЛЯД

Экономика Еврозоны остается зависимой от сектора услуг, который продолжает расти, но с меньшими темпами (PMI 50.6) на фоне снижения субиндекса «новых заказов». В промышленности спад ослабевает (PMI 47.6), но спрос все еще остается слабым, а увольнения, наоборот, начинают ускоряться. Инфляционное давление усиливается, так как издержки остаются высокими, что вынуждает компании повышать цены. Дальнейшая динамика будет преимущественно зависеть от потребительской активности, фискального стимулирования в Германии и политики ЕЦБ.

Рис. 3. Индекс деловой активности
Еврозоны: промышленный

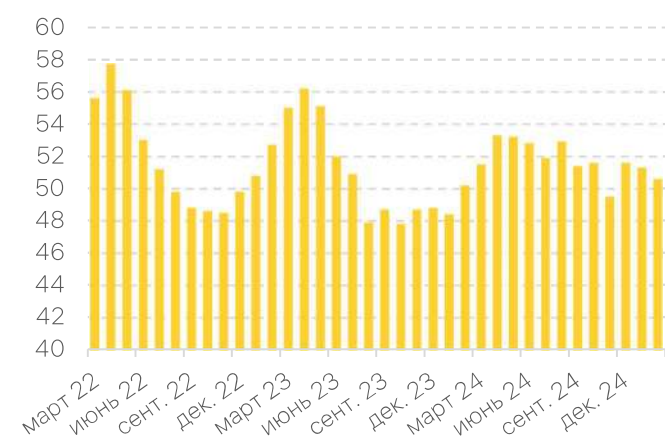
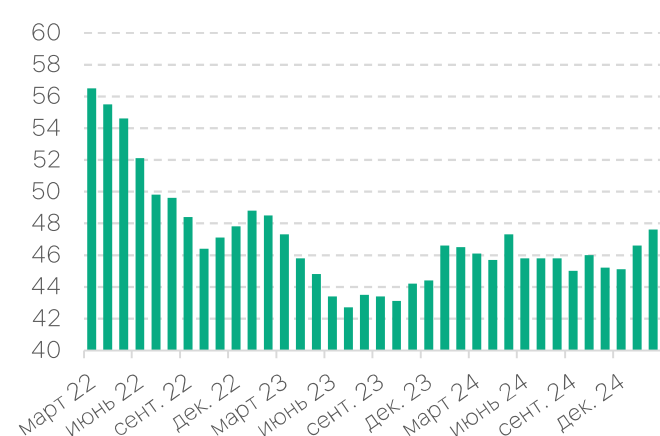


Рис. 4. Индекс деловой активности
Еврозоны: промышленный



Источник: Bloomberg

Опрос менеджеров по закупкам: промышленность

Корпоративный сектор Еврозоны в 2025 году демонстрирует неравномерное восстановление, обусловленное слабостью промышленности и устойчивым ростом сферы услуг. Ситуация в промышленном секторе исходя из данных НСОВ PMI остается напряженной и пока не вышла в зону «экспансии», хотя данные продемонстрировали значительный разворот начиная с январской публикации (47.6 пунктов в феврале и 46.6 пунктов в январе против 45.1 пункта в декабре 2024 года). Несмотря на то, что показатель остается ниже 50, указывая на продолжающийся спад, динамика субиндекса «новых заказов» свидетельствует о наименьшем сокращении спроса за последние три года, что может поддержать восстановление во втором полугодии. Среди стран региона Германия, Франция, Италия и Австрия зафиксировали замедление темпов сокращения производственной активности. В то же время Испания впервые за год столкнулась с сокращением выпуска, которая долгое время была в фарватере экономического роста Еврозоны. Несмотря на улучшение ряда показателей, компании продолжают сокращать рабочие места, причем темпы увольнений достигли максимума за 4.5 года, что свидетельствует о все еще слабых ожиданиях по спросу и необходимости оптимизации издержек. На фоне стабилизации экономической активности затраты на сырье и компоненты выросли, что привело к максимальному за шесть месяцев уровню инфляции производственных затрат, потенциально увеличивая будущие риски для ценового давления.

Опрос менеджеров по закупкам: услуги

В секторе услуг, в свою очередь, сохраняется положительная динамика, но темпы роста постепенно замедляются, что связано с ослаблением как внутреннего, так и внешнего спроса. Так, в феврале 2025 года индекс НСОВ PMI в секторе услуг снизился до 50.6 пунктов по сравнению с 51.3 в январе, что указывает на третий месяц подряд роста, но в более сдержанном темпе. Основным фактором замедления стало первое с ноября 2024 года снижение субиндекса «новых заказов», что свидетельствует о сокращении спроса на услуги. Особенно заметным стало ослабление спроса со стороны зарубежных клиентов, хотя его снижение оказалось наименее выраженным за последние семь месяцев. Несмотря на снижение субиндекса «новых заказов», компании продолжали работать

над существующими контрактами, что привело к самому быстрому сокращению незавершенных заказов более чем за год, поскольку свободные мощности стали использоваться более активно. Тем не менее, компании продолжают нанимать сотрудников, что отражает относительную устойчивость сектора и ожидания постепенного восстановления спроса в будущем. В то же время инфляционное давление в сфере услуг остается значительным: затраты на сырье и операционные расходы выросли на уровне январского максимума за девять месяцев, что вынудило компании повышать отпускные цены, делая их рост максимальным за десять месяцев.

Таб. 2. Индекс деловой активности: услуги

Страна	02.25	01.25	12.24	11.24	10.24	09.24	08.24	07.24	06.24	05.24	04.24	03.24
Германия	52.3	47.3	50.3	48.2	49.6	49.3	47.7	48.3	50.1	53.2	54.2	53.1
Франция	47.1	46	44.4	45.2	45.4	45.7	45.4	48.4	48.3	51.3	49.3	49.6
Италия	51.5	49.8	49.9	47.7	49.5	49.8	51.2	52.2	54.6	54.3	54.2	53.7
Испания	52.8	49.3	50.5	51.1	51	51.5	52.1	54.7	56.1	56.2	56.9	56.8

Источник: Bloomberg

Таб. 3. Индекс деловой активности: промышленность

Страна	02.25	01.25	12.24	11.24	10.24	09.24	08.24	07.24	06.24	05.24	04.24	03.24
Германия	51.1	52.5	51.2	49.3	51.6	50.6	51.2	52.5	53.1	54.2	53.2	50.1
Франция	45.3	48.2	49.3	46.9	49.2	49.6	55	50.1	49.6	49.3	51.3	48.3
Италия	53	50.4	50.7	49.2	52.4	50.5	51.4	51.7	53.7	54.2	54.3	54.6
Испания	56.2	54.9	57.3	53.1	54.9	57	54.6	53.9	56.8	56.9	56.2	56.1

Источник: Bloomberg

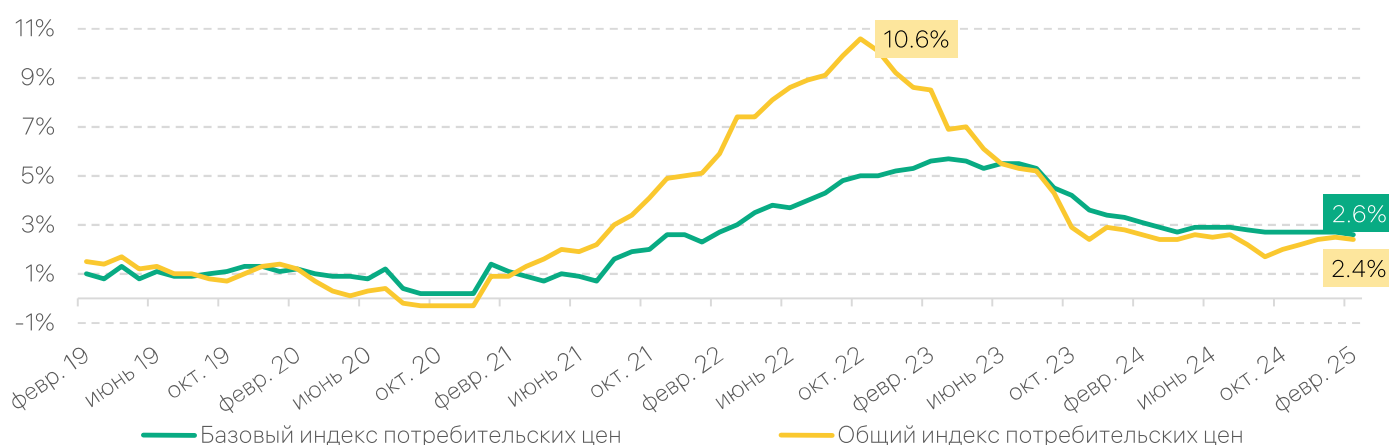
Инфляция

Общая инфляция

Общий индекс потребительских цен в Еврозоне (HICP) по данным за февраль снизился до 2.4% г/г после шестимесячного максимума в 2.5% г/г в январе. Несмотря на то, что этот показатель оказался чуть выше рыночных ожиданий (2.3%), в целом он подтверждает продолжающуюся тенденцию на замедление инфляционного давления в регионе.

Наиболее значительное снижение произошло в секторе услуг, где инфляция опустилась с 3.9% в январе до 3.7% в феврале. Это указывает на постепенное ослабление ценового давления, которое в 2024 году было вызвано ростом заработных плат и отложенной индексацией цен в отдельных отраслях. Кроме того, инфляция энергоносителей снизилась с 1.9% в январе до 0.2%, что частично связано с эффектом высокой базы и умеренными колебаниями цен на нефть и газ. Однако не все компоненты инфляции показывают снижение. В категории необработанных продуктов питания инфляция выросла с 1.4% в январе до 3.1%, что может отражать временные погодные факторы и перебои в цепочках поставок. Кроме того, инфляция на промышленные товары без учета энергии увеличилась с 0.5% до 0.6%, что указывает на сохраняющееся ценовое давление в отдельных сегментах потребительского рынка.

Рис.5 . Темпы рост индекса потребительских цен Еврозоны (г/г)



Источник: Bloomberg

Базовая инфляция

Базовый индекс потребительских цен (HICPX), исключая продукты питания и энергоносители, снизилась до 2.6%, что является минимальным уровнем с января 2022 года. Это подтверждает тенденцию к нормализации инфляции, хотя показатель остается немного выше рыночных ожиданий (2.5%).

Тем не менее, несмотря на общее замедление, риски для дальнейшего снижения инфляции сохраняются. Основными факторами являются:

- Рост заработных плат, который продолжает поддерживать инфляцию в сфере услуг. Хотя темпы увеличения зарплат начали замедляться, они остаются выше допандемических уровней.
- Фискальная экспансия в Германии, которая может привести к росту спроса на строительные материалы, услуги и трудовые ресурсы, что создаст дополнительное инфляционное давление в отдельных сегментах экономики.
- Вероятность новых торговых барьеров, включая возможное введение тарифов со стороны США, что может повлиять на стоимость импортируемых товаров и конечных потребительских цен.

Рынок труда

Несмотря на признаки ослабления, рынок труда в Еврозоне остается достаточно стабильным, поддерживая потребительскую активность и рост доходов. Уровень безработицы с октября 2024 года по январь 2025 года стабилизировался на уровне 6.2%, что является одним из самых низких значений за всю историю наблюдений. Это свидетельствует о том, что несмотря на замедление экономического роста, спрос на рабочую силу остаётся высоким, что поддерживает доверие потребителей и способствует сохранению их расходов.

Однако в данных рынка труда начиная со второго квартала 2024 года проявляются признаки постепенного охлаждения. Свое влияние на рост занятости сыграл экономический рост в третьем квартале 2024 года, но уже в 4 квартале мы снова вернулись к замедлению. Так, занятость в Еврозоне по результатам последнего квартала 2024 года увеличилась всего на 0.1% кв/кв. Этот показатель ниже среднего значения за 1995-2024 годы (0.22%). Дополнительно отметим, что данные портала Indeed показывают, что количество незаполненных вакансий существенно сократилось по сравнению с началом 2024 года, а число новых объявлений о найме снижалось в течение декабря. Еще одним из индикаторов, указывающим на охлаждение рынка труда выступает замедление темпов роста заработных плат. Если в 2023 году среднегодовой рост заработной платы составлял 5%, то к концу 2024 года этот показатель снизился до 4.1%. Несмотря на охлаждение рынка труда, рост доходов населения остается устойчивым, что в сочетании с низким уровнем безработицы поддерживает доверие потребителей и частное потребление. Однако если тенденция к сокращению вакансий и снижению темпов найма продолжится, это может ограничить рост потребительской активности во второй половине 2025 года.

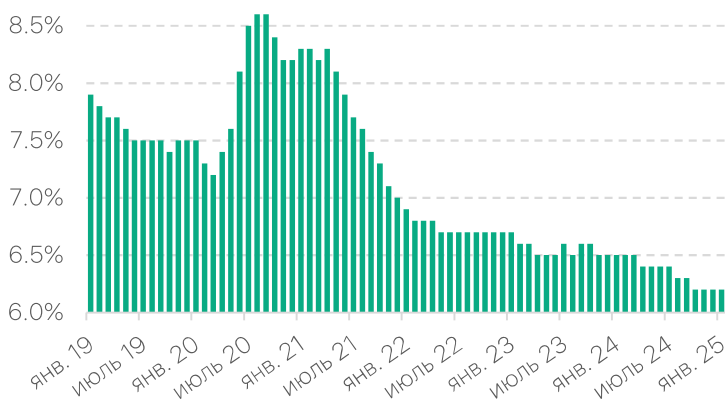
Наш взгляд на акции Еврозоны

Фондовый рынок Еврозоны начал 2025 год на позитивной ноте, однако остается под давлением структурных факторов, включая замедление экономического роста, неопределенность в отношении денежно-кредитной политики и возможные торговые ограничения со стороны США.

Несмотря на улучшение прогнозов по экономическому росту Германии, темпы роста корпоративных прибылей в Еврозоне остаются ограниченными. По итогам IV квартала 2024 года, по оценкам JP Morgan, выручка компаний региона выросла на 2.4% г/г, однако в Германии этот показатель остался отрицательным (-0.7%), что свидетельствует о сохраняющихся сложностях в крупнейшей экономике Европы.

Прогноз по росту прибыли на акцию (EPS) для индекса STOXX Europe 600 был пересмотрен в сторону повышения. Аналитики Goldman Sachs ожидают, что в 2025 году EPS увеличится на 4%, а в 2026 и 2027 годах темпы роста

Рис. 6. Уровень безработицы в Еврозоне (г/г)



Источник: Bloomberg

ускорятся до 6% ежегодно. Однако темпы роста прибыли остаются ниже, чем в США, где прогнозируется 7% CAGR EPS для S&P 500.

Основные макроэкономические факторы, оказывающие влияние на корпоративный сектор:

- **Фискальное стимулирование Германии.** Рост государственных расходов оказывает поддержку секторам инфраструктуры, строительства и обороны, создавая устойчивый спрос на продукцию соответствующих компаний.
- **Политика ЕЦБ.** Ожидаемое снижение процентных ставок должно ослабить давление на стоимость заимствований, что благоприятно скажется на финансовом секторе и потребительском кредитовании.
- **Снижение темпов роста зарплат.** Это оказывает положительное влияние на корпоративную маржинальность, так как ослабляется давление на издержки компаний.
- **Глобальные торговые риски.** Возможное введение новых пошлин США на европейские товары, особенно автомобили, может негативно сказаться на экспортоориентированных отраслях.

В целом, умеренный рост прибыли и перспективы смягчения денежно-кредитной политики создают условия для роста европейского фондового рынка, однако потенциал остается ограниченным по сравнению с США из-за более низких темпов роста экономики и корпоративных прибылей.

Бенефициары выделяемых нами трендов

В 2025 году основными драйверами фондового рынка Еврозоны станут государственные инвестиции и смягчение финансовых условий. Однако секторальная динамика будет неравномерной: некоторые отрасли выигрывают от этих изменений, в то время как другие останутся под давлением макроэкономических факторов.

GRANOLAS⁴

Наша ставка на компании данной группы к текущему моменту не оправдалась. Компании данной группы значительно отстали от широкого рынка. Если STOXX 600 вырос к текущему моменту чуть менее чем на 7%, то GRANOLAS скорректировались ~3%, а за весь 2024 год они отстали на 6% от широкого рынка. Мы это связываем с ростом доходности облигаций и ухудшением рыночных настроений. Однако фундаментальные показатели этих компаний остаются устойчивыми, а изменения в макроэкономической среде создают условия для восстановления их оценок в 2025 году.

Смягчение денежно-кредитной политики ЕЦБ, ожидаемое в 2025 году, снижает давление на мультипликаторы, делая такие акции, как GRANOLAS, вновь привлекательными для инвесторов. Ослабление евро поддержало экспортноориентированные сектора, включая фармацевтику (Novo Nordisk, AstraZeneca, Roche, Sanofi) и технологии (ASML, SAP). В то же время восстановление потребительского спроса в Европе положительно влияет на компании, работающие в премиальном сегменте (LVMH, L'Oréal, Nestlé).

При прогнозируемом росте EPS в 7% в 2025 году и сильных балансовых позициях GRANOLAS остаются ключевыми бенефициарами восстановления фондового рынка Еврозоны. В текущих условиях их недооцененность создает благоприятные точки входа для долгосрочных инвесторов, ориентированных на стабильные финансовые показатели и устойчивый рост.

Оборонная промышленность: крупнейший бенефициар роста госрасходов

С момента нашего прошлого отчета данный сектор продемонстрировал значительный рост. Мы сохраняем наш интерес к нему, так как фискальная политика Германии и изменение стратегического подхода к оборонным расходам создают устойчивый многолетний импульс для роста. Германия объявила о планах увеличить военные расходы до 3% ВВП, что эквивалентно €135 млрд ежегодно по сравнению с €80 млрд в 2024 году. Этот фактор приведет к значительному увеличению оборонных заказов, особенно на системы противовоздушной обороны, беспилотные технологии и бронетехнику. Ключевыми бенефициарами этой тенденции являются Rheinmetall, BAE Systems, Leonardo, Airbus Defense & Space, Dassault Aviation, Saab, ThyssenKrupp, Thales и Safran которые уже фиксируют рост заказов на 20–30% год к году.

Дополнительным драйвером спроса становится постепенный отход европейских инвесторов от традиционного ESG-исключения военных компаний, что повышает привлекательность сектора для фондов и институциональных

⁴ Термин «GRANOLAS» был введен Goldman Sachs для обозначения группы из 11 крупнейших европейских компаний (аналог «Magnificent 7»). В данный список входят компании: GSK, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP и Sanofi.

инвесторов. На фоне этих изменений оборонный сектор становится одной из самых устойчивых инвестиционных возможностей в Евроне.

Строительство и инфраструктура: начало нового инвестиционного цикла

Создание Специального инфраструктурного фонда Германии объемом €500 млрд формирует крупнейшую программу инфраструктурного стимулирования в истории страны. Средства направлены на модернизацию транспортной системы, энергетической инфраструктуры и цифровой трансформации. JP Morgan ожидает, что государственные инвестиции поддержат рост сектора на 5–7% в год в течение ближайших нескольких лет, создавая новые рабочие места и увеличивая спрос на продукцию строительной индустрии.

Наибольшие выгоды от этого процесса получают компании, работающие в сфере транспортного строительства, жилой и коммерческой недвижимости, а также производители бетона, изоляционных материалов и инженерных конструкций. Среди главных бенефициаров можно выделить Hochtief, Vinci, Saint-Gobain и Heidelberg Materials, которые уже демонстрируют рост портфеля заказов. Увеличение бюджетных расходов на инфраструктуру поддержит строительный сектор на протяжении следующего десятилетия, создавая устойчивый поток капитала в отрасль.

Финансовый сектор: стабилизация после периода высокой волатильности

Фискальное стимулирование и восстановление экономической активности оказывают позитивное влияние на банковский сектор, создавая предпосылки для увеличения объемов кредитования и улучшения процентных марж. Ожидаемая нормализация ставок приведет к росту спроса на кредитование, особенно среди малого и среднего бизнеса. Ведущие европейские банки, такие как Deutsche Bank, BNP Paribas, UniCredit и Intesa Sanpaolo, извлекают выгоду из восстановления экономического роста и повышения спроса на корпоративное кредитование.

Тем не менее, среди ключевых рисков остается слабость сектора коммерческой недвижимости, где возможны дальнейшие дефолты, а также риск ухудшения качества кредитных портфелей по потребительским займам. Несмотря на это, среднесрочные перспективы банковского сектора остаются положительными, особенно на фоне смягчения денежно-кредитной политики ЕЦБ.

Компании, теряющие от текущих трендов

Энергетический сектор: низкие цены на сырье и экологические ограничения

Европейский энергетический сектор остается под давлением из-за низких цен на нефть и газ, а также усиления экологических стандартов. Компании, ориентированные на традиционные источники энергии, сталкиваются с ростом налоговой нагрузки и необходимостью масштабных инвестиций в декарбонизацию. Наибольшие риски несут Shell, TotalEnergies и Repsol, которые вынуждены адаптироваться к новым требованиям Евросоюза по снижению выбросов углерода.

Автомобилестроение: риски торговых войн и конкуренция с Китаем

Европейские автопроизводители сталкиваются с серьезными вызовами: рост конкуренции со стороны китайских брендов, возможные торговые барьеры США и высокие затраты на переход к электромобилям. Volkswagen, Stellantis, Renault могут столкнуться с дальнейшим снижением продаж и ухудшением маржинальности. Китайские компании, такие как BYD и Nio, активно захватывают рынок Европы, предлагая более доступные электромобили, что увеличивает конкурентное давление.

Промышленность: поддержка за счет госрасходов, но слабый экспортный спрос

Рост государственных инвестиций в инфраструктуру способствует увеличению заказов на промышленные товары. Это поддерживает компании, ориентированные на производство оборудования, логистику и транспортные системы – Siemens, Knorr-Bremse, Kion. Однако внешний спрос остается слабым, что отражается в PMI ниже 50 пунктов. Пока экономика Китая и США замедляются, экспортноориентированные европейские компании продолжают испытывать давление. Перспективы восстановления зависят от глобального инвестиционного цикла и возможного ослабления торговых ограничений.

Химическая промышленность: умеренный рост после слабого 2024 года

Фискальные стимулы Германии создают дополнительный спрос на строительную и промышленную химию, что поддерживает позиции компаний Wacker Chemie, Lanxess, Evonik. Однако сектор остается чувствительным к динамике цен на сырье, что ограничивает потенциал роста маржинальности компаний. Восстановление спроса в промышленности и строительстве поможет компенсировать недавний спад, но инвесторы должны учитывать волатильность сектора.

Рынок облигаций

Наше мнение

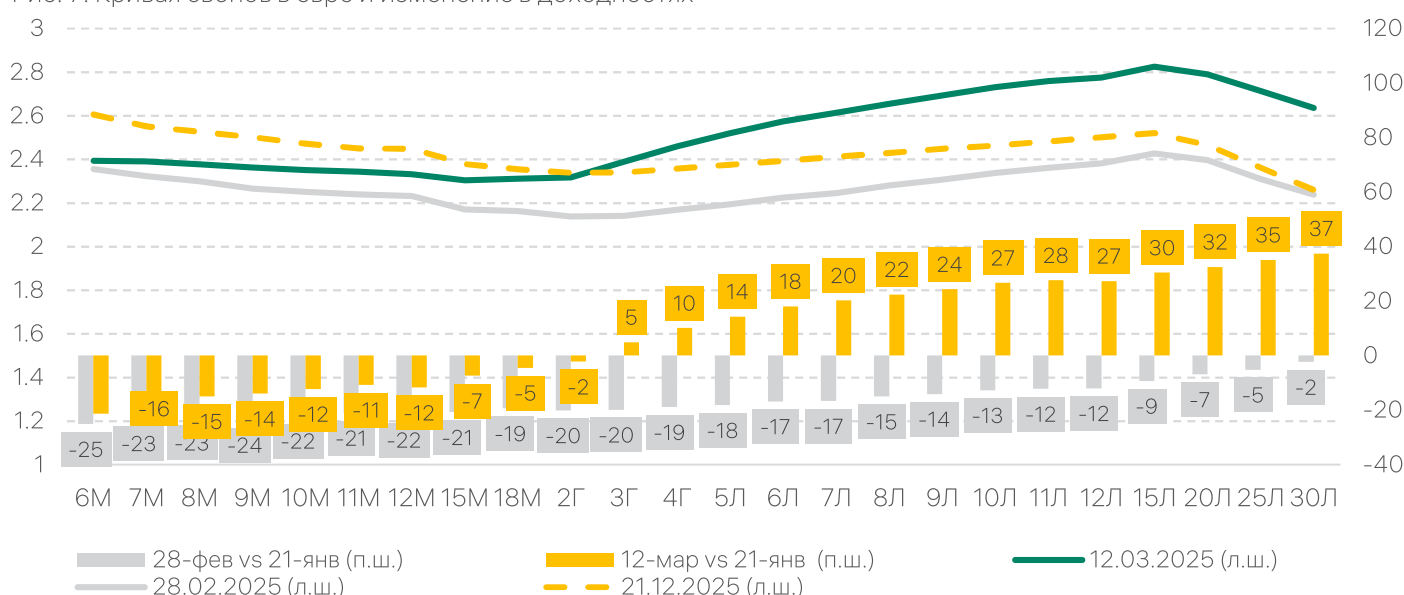
Кривая свопов в евро значительно выросла в начале марта на фоне фискального разворота в Германии. Однако, мы считаем, что большая часть эффекта фискального стимула на экономику придётся на 2026–2027 гг., в связи с чем мы видим перспективу для снижения доходностей на среднем и дальнем концах на горизонте в 3–6 месяцев, после чего они вернуться к постепенному росту. В связи с этим, мы имеем положительный взгляд на тактическое наращивание дюрации на данном горизонте. При этом, мы сохраняем нейтральный взгляд на ближний конец кривой.

Мы сохраняем нейтральный взгляд на EUR IG облигации, предпочитая нециклические компании с рейтингом А и выше с низкой долей выручки от экспорта в США. В сегменте HY мы продолжаем видеть риск расширения спредов на 40–60 бп из-за тарифной политики США и роста сделок M&A.

Анализ кривой свопов в евро

Динамика кривой свопов в феврале развивалась в соответствии с нашими прогнозами, озвученными в инвестиционной стратегии на 2025 год, опубликованной в конце января. К концу февраля, доходности по всей кривой, за исключением самого дальнего сегмента (15+ лет), выросла как минимум на 10 бп. Однако, первая неделя марта отметилась резким ростом доходностей по всей кривой и, в особенности, на среднем и дальнем концах, где доходности увеличились сразу на 30–40 бп от своих значений в конце февраля. Основной причиной этого стала «распродажа» немецких государственных облигаций вслед за объявлением масштабных фискальных реформ в Германии, которые не только способствуют ускорению экономического роста и инфляции благодаря увеличению инвестиций в инфраструктуру и оборону страны, но и имеют перспективу увеличению государственного дефицита благодаря послаблениям в бюджетных ограничениях. И хотя, в целом, это способствует росту доходностей, мы считаем их текущие уровни несколько избыточно высокими. Как мы писали выше, мы не ожидаем значительного ускорения экономики в 2025 году, а эффект от фискального стимула в Германии на экономику будет реализован в 2026–2027 гг. В связи с этим, мы видим перспективу для снижения доходностей на горизонте в 6 месяцев на 30–40 бп на среднем и дальнем концах и на 15–20 бп на 2-ух летнем сегменте. В связи с этим мы имеем положительный взгляд на тактическое увеличение дюрации. Однако, мы ожидаем, что к концу 3 квартала 2025 года они достигнут своего дна, после чего они вернуться к постепенному росту. При этом, наш взгляд на ближний сегмент остаётся нейтральным. На фоне нашего обновлённого прогноза по темпам снижения ставки ЕЦБ, его перспектива роста в краткосрочной перспективе несколько ниже. Однако, с другой стороны, в будущем реинвестиции на нём будут проводится по более высоким ставкам, чем мы ожидали ранее.

Рис. 7. Кривая свопов в евро и изменение в доходностях

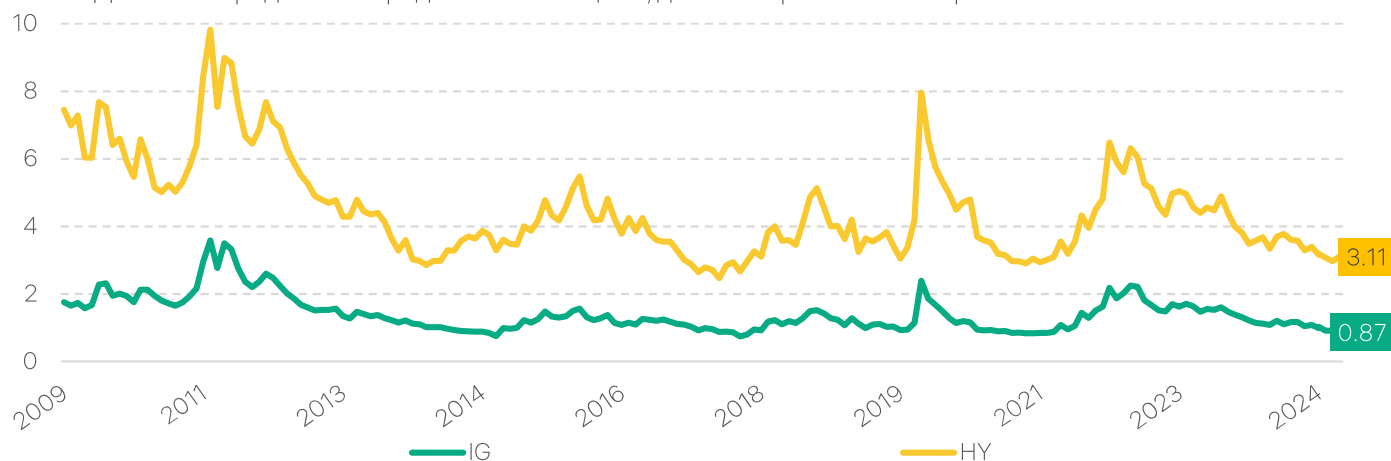


Источник: Bloomberg

Корпоративные облигации

Спреды по корпоративным облигациям, деноминированным в евро, продолжают находиться близко к своим историческим минимумам (как по инвестиционным – IG, так и по высокодоходным – HY). Мы продолжаем считать, что перспектив для их дальнейшего сужения на данный момент мало, в особенности на фоне перспектив гораздо более агрессивной тарифной политики США, чем мы предполагали ранее. В связи с этим, мы сохраняем наш нейтральный взгляд на бумаги EUR IG эмитентов с предпочтением компаний из нециклических секторов с высоким кредитным качеством (рейтинг A и выше). Для минимизации негативного эффекта в случае введения тарифов со стороны США мы продолжаем склоняться к сокращению экспозиции на облигации компаний, большая часть выручки которых приходится на экспорт в США. Наконец, мы продолжаем видеть вероятность расширения спредов по бумагам высокодоходных эмитентов на 40-60 бп на фоне давления торговой политики и возможного увеличения сделок M&A, которое может оказать негативное влияние на фундаментальные показатели.

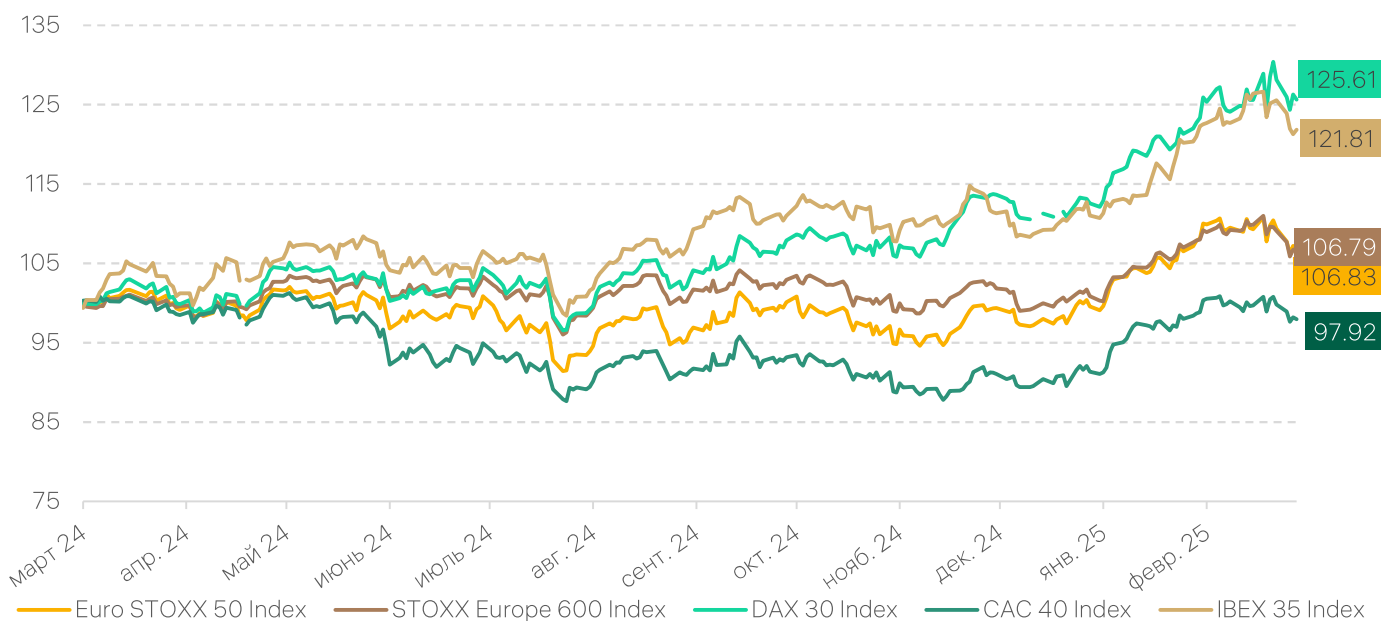
Рис. 8. Динамика кредитных спредов по облигациям, деноминированным в евро



Источник: Bloomberg

Приложение к отчету

Приложение 1. Нормализованная динамика фондовых индексов Европы за последний год



Источник: Bloomberg

Приложение 2. Рыночные данные, акции

Индексы акций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Мир							
MSCI World Index	3643	-6.45%	-4.56%	7.27%	-1.75%	3911	3248
США							
Dow Jones Industrial Average	40843	4,3%	7,8%	14,6%	8,4%	41376	32327
S&P 500 Index	5522	0,9%	10,0%	20,7%	15,8%	5670	4104
NASDAQ Composite Index	17599	-1,6%	12,8%	23,2%	17,2%	18671	12544
Европа							
MSCI Euro Index	1708	-2.56%	7.22%	6.17%	8.72%	1777	1448
EURO STOXX 50 Price EUR	5341	-2.91%	7.50%	6.80%	9.08%	5568	4474
STOXX Europe 600 Price Index EUR	541	-2.25%	4.81%	6.69%	6.63%	565	480
Deutsche Boerse AG German Stock I006Edex DAX	22534	-0.35%	10.43%	25.46%	13.18%	23476	17025
CAC 40 Index	7965	-2.43%	7.50%	-2.12%	7.92%	8259	7030
IBEX 35 Index	12841	-0.74%	9.26%	21.59%	10.74%	13446	10299
FTSE MIB Index	38166	0.68%	9.39%	12.63%	11.64%	39252	30653

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Рыночные данные, облигации

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
IBOXX ⁵							
IBOXX Euro Overall Total Return Index	221	-2.09%	-2.30%	1.47%	-1.66%	228	214
IBOXX Euro Corporates Overall Total Return Index	234	-1.16%	-0.83%	4.21%	-0.40%	237	223

⁵ IBOXX представляют собой серию индексов, которые используются для отслеживания динамики различных групп долговых инструментов.

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
IBOXX							
iBoxx Euro Covered Total Return Index	212	-0.85%	-0.64%	3.39%	-0.44%	215	203
IBOXX Euro Non-Financials Overall Total Return Index	238	-1.25%	-1.08%	3.67%	-0.60%	242	228
IBOXX Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return Index	221	-2.55%	-2.96%	0.37%	-2.19%	231	216
IBOXX Euro Overall 1-3 Total Return Index	182	-0.05%	0.35%	4.09%	0.33%	183	175
IBOXX Euro Overall 3-5 Total Return Index	212	-0.64%	-0.41%	3.65%	-0.19%	215	204
IBOXX Euro Overall 5-7 Total Return Index	238	-1.53%	-1.51%	2.67%	-1.00%	244	229
IBOXX Euro Overall 7-10 Total Return Index	251	-2.63%	-2.87%	0.96%	-2.00%	261	244
IBOXX Euro Overall 10+ Total Return Index	266	-5.93%	-7.38%	-4.17%	-5.67%	294	265
ITRAXX⁶							
EDP SA	57	3.39%	5.11%	0.50%	2.49%	70	51
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/29	107	7.67%	-1.13%	1.82%	-5.08%	143	96
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/29	61	4.67%	0.68%	2.97%	-2.39%	79	55

Источник: Bloomberg

Приложение 4. Рыночные данные, валюты

Валюты (к USD)	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
EURUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 EUR in USD	1.0833	0.04%	0.03%	-0.01%	0.05%	1.1214	1.0141
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1.2934	0.03%	0.02%	0.01%	0.03%	1.3434	1.2100
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0.8838	0.02%	0.01%	-0.01%	0.03%	0.9224	0.8375

Источник: Bloomberg

Приложение 5. Рыночные данные, валюты

Доходность 10-летних облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Generic Govt 10 Yr	4.3393	4.54%	4.45%	3.88%	4.19%	4.8069	3.5952
UK Gilts 10 Yr	4.7510	4.51%	4.52%	3.54%	4.02%	4.9210	3.7290
GERMANY GOVT BND 10 YR DBR	2.8940	2.43%	2.39%	2.02%	2.37%	2.9400	2.0100
France Govt Oats Btan 10 Yr Oat	3.5890	3.21%	3.15%	2.56%	2.80%	3.6310	2.7380
Italy Generic Govt 10Y Yield	4.0230	3.53%	3.63%	3.70%	3.60%	4.1800	3.1610
Spain Generic Govt 10Y Yield	3.5220	3.06%	3.12%	2.99%	3.16%	3.5460	2.7270

Источник: Bloomberg

⁶ ITRAXX представляют собой серию кредитных деривативных индексов, которые представляют собой корзины кредитных дефолтных свопов (CDS) на различные группы долговых инструментов.

Приложение 6. Крупнейшие европейские компании выделяемых нами секторов/групп компаний

Группа компаний	Тикер	Эмитент	Капитализация, \$ млрд	ТТМ (P/E)	Доходность с начала года ⁷
GRANOLAS	NOVOB	Novo Nordisk A/S	340.294	23.15	-15.92%
	MC	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	327.009	24.01	-5.04%
	ASML	ASML Holding NV	276.273	30.51	-4.60%
	NESN	Nestle SA	263.275	21.20	18.62%
	SAP	SAP SE	316.324	88.81	0.55%
	ROG	Roche Holding AG	280.641	29.31	19.10%
	AZN	AstraZeneca PLC	236.772	33.63	12.76%
	NOVN	Novartis AG	240.825	18.61	9.56%
	OR	L'Oreal SA	205.721	29.62	3.92%
	GSK	GSK PLC	80.042	23.66	11.07%
Финансовый сектор	DBK	Deutsche Bank AG	45.024	14.95	28.43%
	BNP	BNP Paribas SA	90.179	7.46	24.23%
	UCG	UniCredit SpA	87.329	8.80	34.20%
	ISP	Intesa Sanpaolo SpA	91.280	9.81	22.51%
Отрасль оборонной промышленности	AIR	Airbus SE	140.540	30.66	6.01%
	SAF	Safran SA	113.744	-	16.88%
	BA/	BAE Systems PLC	61.577	24.41	37.92%
	RHM	Rheinmetall AG	61.152	59.21	106.96%
	HO	Thales SA	53.240	48.74	72.23%
	LDO	Leonardo SpA	28.169	24.11	73.12%
	KOG	Kongsberg Gruppen ASA	25.756	53.81	22.50%
	AM	Dassault Aviation SA	24.994	24.94	48.99%
	SAABB	Saab AB	19.823	47.68	59.18%
Строительство и инженерия	DG	Dollar General Corp	16.431	14.62	-1.45%
	HOT	HOCHTIEF AG	14.301	16.50	31.23%
	HEI	Heidelberg Materials AG	31.607	17.08	37.38%
	SGO	Cie de Saint-Gobain SA	53.598	17.43	15.73%

Источник: Bloomberg

⁷ Без учета дивидендных выплат.

© 2025 АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана».

Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. При этом, отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в Американские депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют, а инвестирование в казахстанские ценные бумаги и иные финансовые инструменты имеет значительный риск. В указанной связи, инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025, все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail
dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail
sales@halykfinance.kz

Адрес:
Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Thomson Reuters
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance