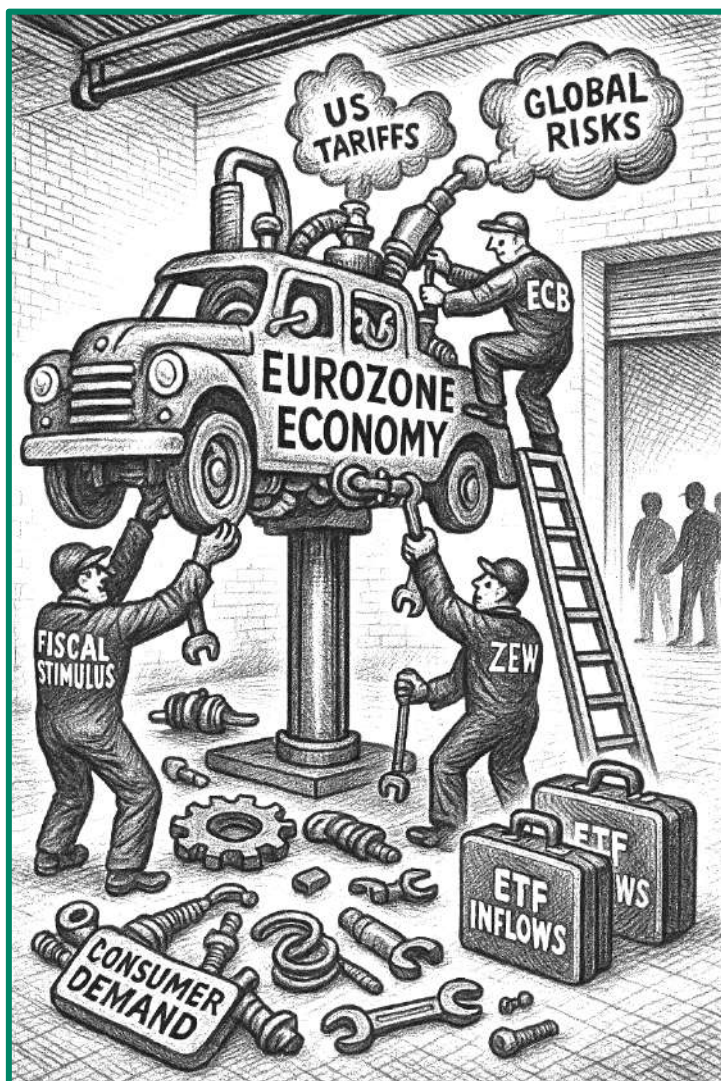


Экономический пульс: Еврозона

Основные макроэкономические тренды и прогнозы



Александр Шмыров
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей
[Взгляд на экономику и рынок акций](#)

Данил Бондарец
Старший Аналитик Департамента Торговых Идей
[Взгляд на рынок облигаций](#)

Июнь 2025 года

Оглавление

Ключевые выводы	3
Экономика Еврозоны: наш взгляд	3
Акции Еврозоны: наш взгляд.....	3
Облигации Еврозоны: наш взгляд.....	4
Наш взгляд на экономику Еврозоны	5
ВВП: рост ускоряется, но фискальные стимулы по-прежнему критичны.....	5
Домохозяйства: осторожный оптимизм на фоне экономических перемен	6
Рынок труда: устойчивость с признаками охлаждения	8
Инфляция: в тени фискальных стимулов	8
Фискальная политика: набор оборотов	9
Глобальный контекст: торговые войны и доллар как предмет сомнений.....	10
От макроэкономики к стратегии: наш взгляд на устойчивых лидеров.....	10
Рынок облигаций	12
Анализ кривой свопов в евро.....	12
Корпоративные облигации	13
Приложение к отчету	15

Ключевые выводы

Экономика Еврозоны: наш взгляд

Прогнозы для Еврозоны: Снижение темпов экономического роста

Экономика Еврозоны в первой половине 2025 года демонстрирует умеренное восстановление после всплеска в начале года, который был обусловлен разовыми факторами и внешней поддержкой. Мы ожидаем, что в ближайшие кварталы темпы роста замедлятся на фоне технического отката, однако признаков рецессии не видим: базовый сценарий на 2025 год — рост ВВП за 2025 год в диапазоне 0.8–1.0% с техническим «откатом» в ближайшие два квартала. Фундаментальная динамика по-прежнему определяется внутренним спросом, который восстанавливается медленно и неравномерно, а поддержка со стороны фискальных стимулов становится критическим фактором для поддержания экономической активности.

Внешние риски, связанные с торговой политикой США и геополитической напряжённостью, сохраняют давление на экспортные отрасли, одновременно усиливая приток капитала в европейские активы и поддерживая спрос на евро. Инфляция продолжает замедляться, создавая пространство для осторожного смягчения денежно-кредитной политики со стороны ЕЦБ. Рынок труда остаётся устойчивым за счёт исторически низкой безработицы, однако признаки охлаждения уже заметны в замедлении роста занятости и сокращении числа вакансий. В этих условиях ожидаем, что восстановление экономики во втором полугодии будет постепенным и останется чувствительным к влиянию внешних шоков и динамике внутреннего спроса.

ЕЦБ: Перспектива снижения процентной ставки

С момента нашей прошлой публикации ЕЦБ уже осуществил два снижения ставки на 25 бп, доведя ее до 2% в июне. Решения сопровождалось признаками устойчивой дезинфляции и умеренным восстановлением экономики. На июльском заседании, по нашему мнению, регулятор возьмёт паузу — этот шаг продиктован как желанием не форсировать ожидания рынка, так и объективной неопределённостью вокруг последствий новых тарифов и фискальных стимулов. Комментарии членов Совета управляющих указывают на наличие разногласий по дальнейшей траектории. Дискуссия о паузе в июле на этот раз носит не только тактический, но и фундаментальный характер. Если ранее ожидалось, что июльская пауза станет исключительно инструментом управления рыночными ожиданиями, то последние комментарии членов Совета управляющих и официальные коммюнике указывают на реальные разногласия внутри ЕЦБ.

С учётом уже состоявшихся снижений ставки, наш обновленный базовый сценарий предполагает более постепенное дальнейшее смягчение. Мы ожидаем, что после паузы в июле ЕЦБ возобновит цикл снижения в сентябре, снизив ставку ещё на 25 бп, а заключительное снижение возможно в декабре — при условии сохранения благоприятной динамики инфляции и отсутствия неприятных сюрпризов в экономическом росте. Конечная ставка в этом цикле ожидается нами на уровне 1.75%.

Более подробно вы можете ознакомиться с нашим мнением в соответствующих разделах.

Акции Еврозоны: наш взгляд¹

Восстановление европейского рынка поддерживается за счёт ограниченного числа устойчивых сегментов, тогда как большинство компаний остаётся под давлением внешних рисков и слабого глобального спроса. В текущих условиях считаем оптимальным фокус на секторах и эмитентах, способных выигрывать от внутренней поддержки и структурных инвестиций:

- **Крупнейшие национальные банки:** BNP Paribas, Intesa Sanpaolo, CaixaBank — за счёт стабильной внутренней клиентской базы, высокой ликвидности и минимальной зависимости от глобальных шоков.
- **Оборонные и инфраструктурные подрядчики:** Rheinmetall, BAE Systems, Thales, Vinci, Schneider Electric — бенефициары роста госзаказов и бюджетных программ на фоне новой фискальной повестки.
- **Коммунальные услуги и энергетика:** Enel, SSE, Iberdrola — выигрывают от долгосрочного инвестиционного цикла в модернизацию сетей и «зелёный» переход, обеспечивают стабильный денежный поток.
- **Локальные производители и подрядчики:** Heidelberg Materials, Siemens — получают преимущество за счёт ориентации на внутренний рынок, что снижает риски внешней конъюнктуры.

Более подробно вы можете ознакомиться с нашим мнением в соответствующих разделах.

¹ Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

Облигации Еврозоны: наш взгляд

Рынок свопов в евро

Доходности по свопам, деноминированным в евро, продолжают демонстрировать потенциал к снижению после мартовского всплеска, спровоцированного фискальным разворотом в Германии. В поддержку этого выступает сочетание фундаментальных факторов:

- ожидаемое замедление экономики еврозоны во второй половине года;
- сохраняющаяся неопределённость вокруг торговой политики США;
- возможное введение более высоких пошлин на импорт из ЕС;
- рост спроса на активы – альтернативы доллару США – на фоне усилившихся сомнений в устойчивости фискального курса США и независимости ФРС.

В этой среде мы сохраняем позитивный тактический взгляд на увеличение дюрации, особенно в сегменте бумаг со сроком погашения свыше 20 лет, так как по ним сохраняется потенциал снижения доходностей на 20-30 бп. Потенциал снижения также присутствует на участках 3-20 лет (на 15-25 бп) и на двухлетнем участке (на 8-12 бп).

Корпоративные облигации

Эмитенты инвестиционного уровня остаются устойчивыми благодаря:

- сильным фундаментальным показателям;
- умеренному уровню цен на энергоносители относительно прошлых лет;
- меньшей подверженности к внешним шокам, в сравнении с эмитентами высокодоходного сегмента.

Однако текущие спреды находятся на сжатых уровнях, и их дальнейшее снижение маловероятно. В этой связи наш взгляд на данный сегмент – нейтральный, с предпочтением нециклических отраслей для защиты от внешних шоков.

В сегменте высокодоходных облигаций мы сохраняем осторожную позицию:

- спреды находятся близко к историческим минимумам (32-й процентиль с 2011 года);
- эмитенты данного сегмента более уязвимы к замедлению экономического роста и эскалации торговой напряжённости.

На этом фоне, мы ожидаем расширения спредов на 40–60 бп и предпочитаем сокращать экспозицию на данный сегмент.



Наш взгляд на экономику Еврозоны

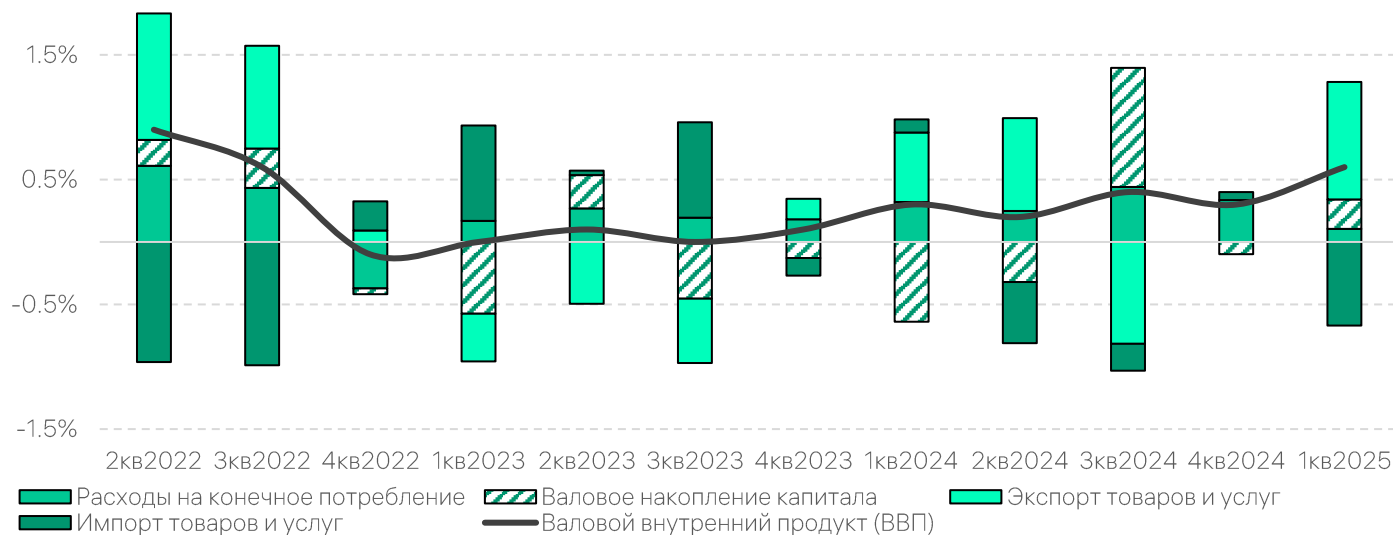
ВВП: рост ускоряется, но фискальные стимулы по-прежнему критичны

Наше мнение

Резкое ускорение роста ВВП Еврозоны в начале года во многом обусловлено статистическими искажениями и разовыми факторами, прежде всего всплеском экспорта и капитальных вложений в отдельных странах. Мы считаем, что в ближайшие два квартала наиболее вероятен технический «откат», однако не видим признаков фундаментальной рецессии. Фундаментальный импульс со стороны внутреннего спроса остаётся слабым, но положительным. Данные по PMI подтверждают стабилизацию деловой активности: промышленность демонстрирует умеренное улучшение, а сектор услуг остаётся в зоне роста. Ожидаем, что во второй половине года экономика перейдёт к более устойчивой, хотя и скромной траектории восстановления на фоне нормализации фискальных стимулов и сохранения низкой безработицы, однако потребительский спрос будет оставаться фрагментированным и чувствительным к внешним шокам. Наш базовый сценарий по итогам года — рост ВВП за 2025 года в диапазоне 0.8–1.0% г/г.

Экономика Еврозоны продемонстрировала неожиданный скачок в начале 2025 года: по уточнённым данным, ВВП региона вырос на +0.6% кв/кв (SWDA²) — максимальный темп с середины 2022 года. Вклады домохозяйств и государственных расходов были слабыми, а большую часть импульса обеспечили именно чистый экспорт и увеличение инвестиций в основной капитал, что отражает влияние внешней конъюнктуры и реализации инвестиционных проектов в рамках фискальных программ. Наиболее значительные темпы роста были продемонстрированы Ирландией (+9.7% кв/кв) на фоне тарифных ограничений, которые привели к скачку промышленного производства в феврале и марте на 11.6% кв/кв и 14.4% кв/кв соответственно, за которым последовало падение на -15.2% кв/кв. К слову, второе место по темпам роста среди экономик Еврозоны заняла Мальта с гораздо меньшими темпами роста – 2.1% кв/кв.

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



Источник: Bloomberg

Как следствие описанной выше «аномалии», в последующих двух кварталах наиболее вероятен технический «откат», который может привести к отрицательным или околонулевым показателям роста ВВП. Однако мы не считаем это признаком фундаментальной рецессии, а лишь статистическим эхом локального торгового искажения. По мере приближения к концу года «эффект базы» спадёт и экономика, как мы ожидаем, по итогам года продемонстрирует роста на уровне 0.8 – 1.0% г/г.

Если очистить данные от подобных искажений, то фундаментальный импульс роста, основанный на внутреннем спросе, остаётся положительным, хоть и очень скромным. Последние данные по индексам деловой активности

² Seasonally and Working-Day Adjusted (SWDA) – данные, скорректированные как на сезонные колебания, так и на различия в числе рабочих дней, что позволяет точнее сравнить показатели между периодами без искажений, вызванных календарными факторами.

Еврозоны (НСОВ PMI) за июнь подтверждают стабилизацию: композитный индекс держится на уровне 50.2 — балансируя на грани роста и стагнации. Сектор услуг замер на отметке 50, а промышленность осталась неизменной по сравнению с маем (49.4), что по-прежнему сигнализирует о сохраняющемся спаде, хотя темпы сокращения выпуска продолжают замедляться.

В динамике субиндексов PMI фиксируется постепенное улучшение и в промышленности, и в сфере услуг. В производственном секторе темпы сокращения новых заказов замедлились до минимума за три года, а экспортный спрос достиг наибольших значений с 2021 года. При этом потери рабочих мест продолжают, но темпы сокращения занятости стали самыми низкими с осени прошлого года — признак осторожного оптимизма компаний. В секторе услуг, несмотря на слабый рост новых заказов, особенно со стороны зарубежных клиентов, компании активнее используют имеющиеся мощности (что отражается в ускоренном сокращении незавершённых заказов) и продолжают наращивать занятость, рассчитывая на постепенное восстановление спроса во втором полугодии.

Таб. 1. Индекс деловой активности: услуги

Страна	мар 24	апр 24	май 24	июн 24	июл 24	авг 24	сен 24	окт 24	ноя 24	дек 24	янв 25	фев 25	мар 25	апр 25	май 25	июн 25
Германия	50.1	53.2	54.2	53.1	52.5	51.2	50.6	51.6	49.3	51.2	52.5	51.1	50.9	49	47.1	49.4
Италия	54.6	54.3	54.2	53.7	51.7	51.4	50.5	52.4	49.2	50.7	50.4	53	52	52.9	53.2	-
Франция	48.3	51.3	49.3	49.6	50.1	55	49.6	49.2	46.9	49.3	48.2	45.3	47.9	47.3	48.9	48.7
Испания	56.1	56.2	56.9	56.8	53.9	54.6	57	54.9	53.1	57.3	54.9	56.2	54.7	53.4	51.3	-

Источник: Bloomberg

Таб. 2. Индекс деловой активности: промышленность

Страна	мар 24	апр 24	май 24	июн 24	июл 24	авг 24	сен 24	окт 24	ноя 24	дек 24	янв 25	фев 25	мар 25	апр 25	май 25	июн 25
Германия	41.9	42.5	45.4	43.5	43.2	42.4	40.6	43	43	42.5	45	46.5	48.3	48.4	48.3	49
Италия	50.4	47.3	45.6	45.7	47.4	49.4	48.3	46.9	44.5	46.2	46.3	47.4	46.6	49.3	49.2	-
Франция	46.2	45.3	46.4	45.4	44	43.9	44.6	44.5	43.1	41.9	45	45.8	48.5	48.7	49.8	47.8
Испания	51.4	52.2	54	52.3	51	50.5	53	54.5	53.1	53.3	50.9	49.7	49.5	48.1	50.5	-

Источник: Bloomberg

В свою очередь, индикатор экономических настроений (ZEW) вырос сразу на 23.7 пунктов и достиг уровня в 35.3, что является самым высоким показателем с марта. Более того, в Германии данный индекс достиг 47.5 в том же месяце, что стало самым высоким показателем с трехлетнего пика в марте (51.6). Аналитики ZEW напрямую связывают этот оптимизм с ожидаемым фискальным стимулом и снижением ставок ЕЦБ. Однако потребительская уверенность остается хрупкой и значительно ниже долгосрочных средних значений, составив в июне – 15.3 пункта по Еврозоне, что все еще находится ниже среднеисторического среднего (-14.8 пункта). Это подчеркивает, что восстановление внутреннего спроса в ближайшие месяцы останется неравномерным, несмотря на улучшение бизнес-ожидааний и стабилизацию деловой активности.

Домохозяйства: осторожный оптимизм на фоне экономических перемен

Наше мнение

Потребительская активность в Еврозоне восстанавливается медленно и остаётся неустойчивой: рост реального потребления поддерживают снижение инфляции и доходы, но высокая склонность к сбережениям и падение уверенности указывают на сохраняющуюся осторожность домохозяйств.

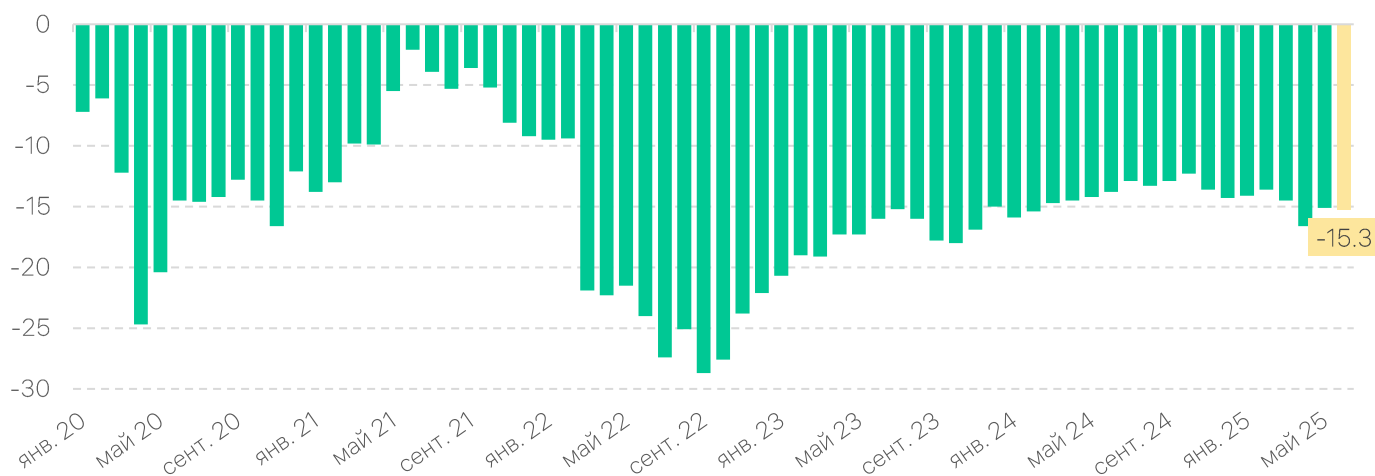
Потребительская активность в Еврозоне в 4кв 2024 года сохранила умеренно позитивную динамику, несмотря на признаки замедления. По данным Eurostat, реальное частное потребление увеличилось на 0.3% кв/кв после заметного роста на 0.7% в предыдущем квартале. Основными факторами поддержки оставались постепенное восстановление доходов и снижение инфляции, особенно на продукты питания и энергоносители (до 2.4% г/г против 2.9% кварталом ранее). В то же время положительный импульс, вызванный временными факторами (напр., Олимпийскими играми), к концу года исчерпал себя, а темпы роста расходов замедлились.

Потребительский спрос по-прежнему был сфокусирован на секторе услуг, включая туризм, общественное питание и транспорт, хотя прирост оказался менее выраженным по сравнению с летними месяцами. Расходы на

товары также росли, чему способствовало дальнейшее замедление цен и некоторое восстановление покупательной способности.

Уровень сбережений домохозяйств в 4 квартале остался практически неизменным — 15.2% против 15.3% кварталом ранее, что указывает на сохраняющуюся осторожность потребителей. Несмотря на стабилизацию доверия, индекс потребительской уверенности на момент публикации данных по реальному потреблению домохозяйств³ демонстрировал постепенное восстановление и составлял -11.6 пункта. Это свидетельствует о том, что домохозяйства все еще сдержанно оценивают экономические перспективы и предпочитают сохранять определенную финансовую подушку на фоне высокой неопределенности. Однако в последующие месяцы ситуация ухудшилась: в июне показатель снизился до -15.3 пункта по Еврозоне, что существенно ниже как уровня начала года, так и среднеисторического значения (-14.8). Это подчеркивает сохраняющуюся хрупкость потребительских настроений и свидетельствует о том, что домохозяйства по-прежнему осторожно оценивают экономические перспективы на фоне высокой неопределенности.

Рис. 2. Индекс потребительской уверенности (Еврозона)



Источник: Bloomberg



³ Данные по реальному потреблению публикуются раз в квартал с задержкой 2–3 месяца.

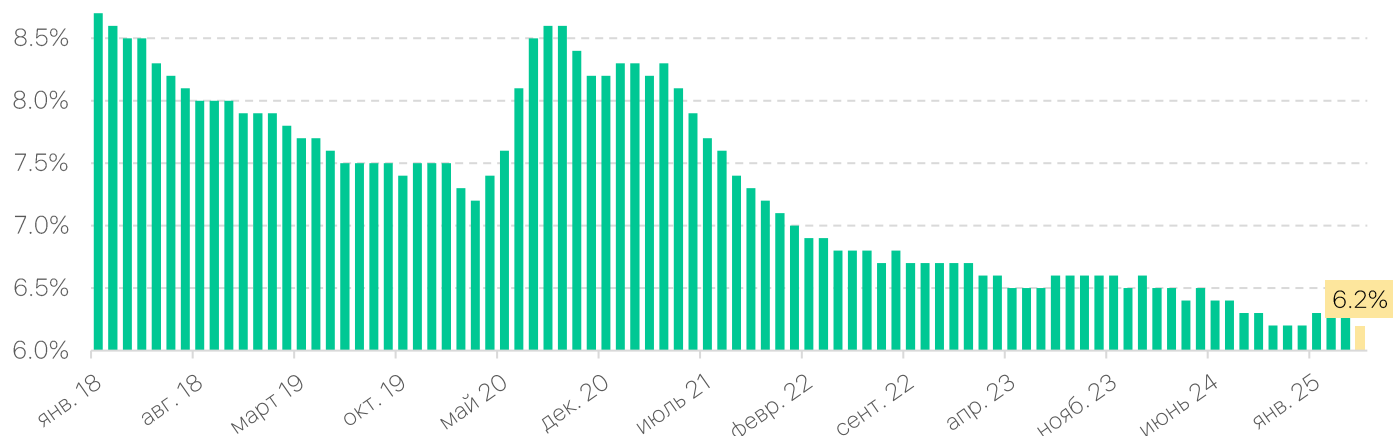
Рынок труда: устойчивость с признаками охлаждения

Наше мнение

Рынок труда Еврозоны сохраняет устойчивость благодаря исторически низкой безработице, однако признаки охлаждения становятся всё более заметны. Если тенденция к снижению вакансий и замедлению роста зарплат сохранится, это может ограничить дальнейший рост потребительской активности.

Рынок труда в Еврозоне в первой половине 2025 года остаётся устойчивым и продолжает поддерживать внутренний спрос. Уровень безработицы в Еврозоне в апреле 2025 года составил 6.2% — это минимальные значения за всю историю наблюдений и на 0.2 пп ниже, чем год назад. Такой низкий уровень безработицы указывает на сохраняющийся спрос на рабочую силу, даже несмотря на стагнацию промышленности и ослабление деловой активности в отдельных секторах.

Рис. 3. Уровень безработицы в Еврозоне (г/г)



Источник: Bloomberg

Доля свободных рабочих мест в Еврозоне продолжает снижаться: в I квартале 2025 года он составил 2.4% против 2.9% годом ранее, что указывает на постепенное ослабление спроса на рабочую силу. Темпы роста заработных плат также постепенно замедляются и по оценкам Indeed Wage Tracker на начало 2025 года составили 4.0–4.2%, против 5% в 2023 году.

В целом, несмотря на сохраняющуюся низкую безработицу и стабильные доходы, данные последних месяцев сигнализируют о начале охлаждения рынка труда. Если тенденция к сокращению занятости и снижению числа вакансий продолжится, это может ограничить потребительскую активность и стать дополнительным фактором замедления экономического роста во второй половине 2025 года.

Инфляция: в тени фискальных стимулов

Наше мнение

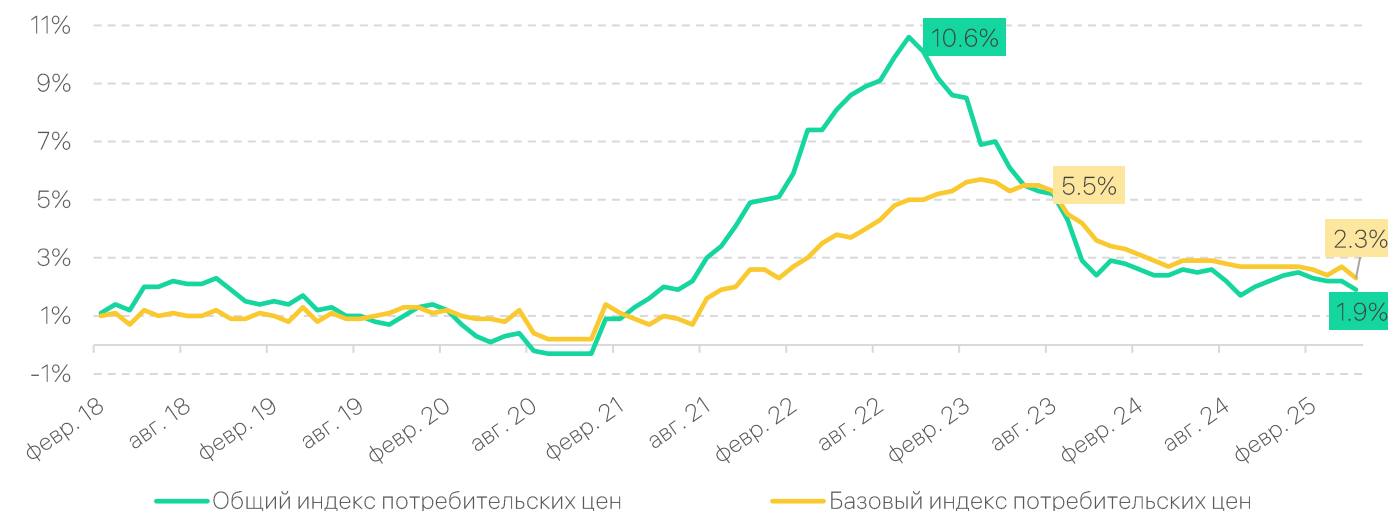
Снижение инфляции в мае во многом связано с исчезновением временных сезонных факторов. Краткосрочные инфляционные риски остаются сдержанными, что даёт ЕЦБ пространство для дальнейшего смягчения. Однако в среднесрочной перспективе крупные фискальные стимулы могут усилить давление на цены и вынудить регулятора действовать осторожнее.

Индекс потребительских цен в Еврозоне (HICP) зафиксировал снижение до 1.9% г/г (против 2.2% г/г в апреле), а базовой инфляции (MUICP) до 2.3% г/г, что ниже 2.7% г/г. Основной вклад в замедление инфляции внес сектор услуг: темп роста цен на услуги снизился до примерно 3.2%, что является минимальным результатом примерно за три года. Частично это связано с нормализацией после «Эффекта поздней Пасхи»⁴ — в 2025 году Пасха пришлось на конец апреля, что вызвало всплеск спроса и цен на услуги в данном месяце, а в мае — их возврат к

⁴ «Эффект поздней Пасхи» заключается в том, что из-за перемещающейся даты праздника в разные годы сезонные колебания цен на услуги (например, транспорт, туризм, гостиницы и рестораны) выпадают на разные месяцы.

обычным уровням. Таким образом, снижение инфляции в секторе услуг в мае во многом объясняется уходом этого временного сезонного эффекта.

Рис.4 . Темпы роста индекса потребительских цен Еврозоны (г/г)



Источник: Bloomberg

Одним из факторов, который может выступать в качестве инфляционного выступают фискальные стимулы. Однако в краткосрочной перспективе (2П 2025 года), при наличии экономического спада и только начинающемся развертывании стимулов, инфляционное воздействие действительно будет приглушенным. Это позволяет ЕЦБ продолжить цикл смягчения. Однако в среднесрочной перспективе устойчивые фискальные вливания в размере более €800 млрд неизбежно поглотят имеющиеся резервы, ужесточат рынок труда в целевых секторах (напр., в инжиниринге и строительстве) и создадут локализованное давление на заработную плату. Таким образом, профиль инфляционных рисков в среднесрочной перспективе смещен в сторону повышения, что может заставить ЕЦБ приостановить цикл смягчения раньше, чем ожидает рынок.

Фискальная политика: набор оборотов

Наше мнение

Стартовавшая в Германии масштабная фискальная экспансия превращается в общеевропейский тренд и становится структурным драйвером для европейских рынков. Ключевой акцент — на инвестициях в стратегические отрасли, что в перспективе создаёт долгосрочную поддержку для внутреннего спроса и усиливает расслоение между выигравшими секторами и компаниями, остающимися зависимыми от глобальной конъюнктуры.

«Великий фискальный разворот» («Great Fiscal Pivot») теперь получает общеевропейские масштабы. В нашей прошлой публикации «Экономический пульс: Еврозона» (доступный по [ссылке](#)) мы уже отмечали начавшуюся переориентацию фискальной политики в Германии. Сейчас этот тренд выходит за рамки национальных программ и становится ключевой темой для всего региона: Европа вступает в период беспрецедентной многолетней фискальной экспансии, способной фундаментально изменить структуру экономики. В центре этой трансформации — инициативы на уровне ЕС, такие как программа ReArm Europe/Readiness 2030⁵ (до €800 млрд, включая кредитный механизм SAFE⁶ на €150 млрд), а также специальный инфраструктурный фонд в Германии (€500 млрд) и рекордное увеличение объема финансирования со стороны Европейского инвестиционного банка (до €100 млрд в 2025 году).

Важно подчеркнуть, что речь идет не о классическом стимулировании конечного спроса, а о целенаправленной промышленной политике: инвестиции направляются в стратегические секторы — оборону, инфраструктуру, цифровизацию и зеленую энергетику. Такой подход призван повысить стратегическую автономию и производственный потенциал региона. По оценкам МВФ и Европейской комиссии, подобные меры станут

⁵ ReArm Europe / Readiness 2030 — это новая стратегическая инициатива Европейского Союза, нацеленная на усиление оборонного потенциала и технологической независимости Европы в условиях растущих геополитических рисков.

⁶ SAFE (Strategic Autonomy Fund for Europe) — специальный кредитный механизм в рамках инициативы ReArm Europe/Readiness 2030, предназначенный для поддержки инвестиций в стратегические отрасли европейской экономики.

мощным драйвером роста в среднесрочной перспективе, особенно с 2026 года. Это приведет к появлению нового устойчивого источника спроса для отраслей, ориентированных на государственные контракты, и усилит дифференциацию между «выигравшими» секторами и компаниями, остающимися под влиянием глобального рыночного цикла.

Глобальный контекст: торговые войны и доллар как предмет сомнений

Наше мнение

Рост внешнеторговых рисков и геополитической напряженности усиливает структурный спрос на европейские активы: инвесторы диверсифицируют резервы, а евро становится ключевой альтернативой доллару. Несмотря на угрозу новых тарифов со стороны США, долгосрочный приток капитала в евроактивы продолжит поддерживать их оценку даже на фоне умеренного экономического роста.

Главным внешним риском остаётся торговая политика США: угроза введения новых тарифов на европейские товары сохраняется. В начале июля США и ЕС сумели временно избежать полномасштабной торговой войны, но значительная неопределённость осталась. По оценкам большинства аналитиков, базовый сценарий предполагает установление средних тарифов на уровне 10–15% для ряда европейских товаров, что существенно выше докризисных уровней и становится постоянным ограничением для экспортноориентированных отраслей — прежде всего автомобилестроения, а также промышленного и люксового сегментов.

Помимо краткосрочных рисков, торговая и геополитическая напряжённость ускоряет более глубокий структурный сдвиг в глобальных потоках капитала. Этот процесс даже получил специальное название «Король-доллар задумывается об отречении» («King Dollar mulls abdication»). Центральные банки и международные инвесторы постепенно сокращают долю долларовых активов и увеличивают диверсификацию резервов.

На этом фоне евро становится одной из наиболее надёжных альтернатив доллару благодаря расширяющемуся единому долговому рынку, институциональным реформам и перспективам оборонного союза. Президент ЕЦБ Кристин Лагард прямо говорит о продвижении «глобального евро» как резервной валюты. Однако в последние кварталы золото опередило евро по объёму в мировых резервах, что иллюстрирует общее стремление снизить зависимость от фиатных валют. Однако долгосрочно этот сдвиг формирует устойчивый приток капитала в европейские инструменты, поддерживая их оценки даже при слабом экономическом росте. В первом квартале 2025 года европейские ETF зафиксировали рекордные притоки (\$10.6 млрд), особенно в сегменте облигаций, что выступает в качестве аргумента в пользу добавления в портфели европейских активов.

От макроэкономики к стратегии: наш взгляд на устойчивых лидеров⁷

Наше мнение

Европейские акции (STOXX 50) по итогам апреля 2025 года торгуются с форвардным P/E на уровне 14.2x, что существенно ниже аналогичного показателя по американскому рынку (S&P 500 — около 20.7x). При этом текущая оценка европейских бумаг уже близка к 70-му перцентилю собственной 20-летней истории, что свидетельствует об уходе Европы из категории «дешёвых» рынков в абсолютном выражении. Тем не менее, по отношению к США, европейские активы сохраняют значительный дисконт, оставаясь относительно привлекательными для глобальных инвесторов.

Существенным фактором поддержки европейских рынков в начале 2025 года стали рекордные притоки капитала. В первом квартале приток инвестиций в европейские ETF со стороны американских инвесторов достиг \$10.6 млрд — это максимальный показатель за последние три года и первый квартал чистого притока после продолжительной серии негативной статистики. Эти цифры указывают на наметившийся структурный сдвиг в предпочтениях глобальных инвесторов, что формирует благоприятный среднесрочный фон для евроактивов.

Текущий инвестиционный ландшафт Европы всё острее разделяет компании на две ключевые группы: устойчивых бенефициаров внутренних политико-экономических трендов и участников, чья динамика определяется внешними торговыми рисками.

⁷ Указанные в данном отчете ценные бумаги приведены исключительно в информационных целях и не являются инвестиционной рекомендацией, предложением или побуждением к совершению каких-либо сделок с ними.

Крупнейшие национальные банки

В выигрыше оказываются крупные банки с устойчивым внутренним бизнесом и высокой ликвидностью (BNP Paribas, Intesa Sanpaolo, CaixaBank), которые получают преимущество за счет стабильной депозитной базы, минимальной зависимости от внешних рынков и способности поддерживать доходность даже в условиях вялого экономического роста. Отдельно выделяются игроки с диверсифицированным бизнесом и акцентом на комиссионные и страховые услуги, что обеспечивает устойчивость выручки на горизонте всего 2025 года.

Оборонные и инфраструктурные подрядчики

Крупнейшие европейские производители вооружения и комплексные подрядчики (Rheinmetall, BAE Systems, Thales, Vinci, Schneider Electric) оказываются в центре бюджетной экспансии и роста госзаказов. Высокий портфель контрактов, поддерживаемый приоритетом обороны и инфраструктуры в новой европейской повестке, обеспечивает видимость выручки на несколько лет вперед. Такие компании выигрывают от роста капитальных вложений и долгосрочных бюджетных программ ЕС.

Коммунальные услуги и энергетика

Сектор коммунальных служб (Enel, SSE, Iberdrola) входит в новый инвестиционный цикл на фоне модернизации сетей и продолжающегося «зелёного» перехода. Структурный рост спроса на электроэнергию и поддерживающая регуляторная среда позволяют игрокам сектора сохранять стабильные денежные потоки и защищённость даже при высокой рыночной волатильности.

Компании с фокусом на внутренний спрос

Бенефициарами структурных изменений в Европе становятся также подрядчики инфраструктурных программ и производители строительных материалов (Heidelberg Materials, Siemens). В выигрыше оказываются компании, способные локализовать цепочки поставок и работать преимущественно на внутренний рынок — это снижает чувствительность к внешним шокам и глобальным торговым ограничениям.



Рынок облигаций

Наше мнение

Доходности по большей части кривой евро-номинарованных свопов заметно снизились после резкого роста в начале марта, вызванного фискальным разворотом в Германии. Тем не менее, мы продолжаем видеть потенциал для продолжения ралли, учитывая ожидаемое замедление экономики Еврозоны во второй половине года, сохраняющуюся неопределённость в отношении торговой политики США и вероятность введения более высоких пошлин на импорт из Евросоюза (ЕС) (в сравнении с базовым сценарием на уровне 10–15%). Дополнительным аргументом в пользу снижения доходностей является приток капитала в активы, выступающие альтернативой доллару США, на фоне усиления опасений относительно устойчивости фискальной политики США и независимости ФРС.

На этом фоне мы сохраняем позитивный тактический взгляд на увеличение дюрации и особенно выделяем бумаги со сроком погашения свыше 20 лет. Этот участок кривой остаётся единственным, который не восстановился после мартовской распродажи, и мы видим потенциал снижения доходностей по нему на 20–30 бп. Также мы видим потенциал снижения доходностей на среднем участке кривой и в оставшейся части дальнего сегмента (10–20 лет) на 15–25 бп, а на коротком сегменте – на участке с двухлетним сроком – на 8–12 бп.

Среди корпоративных облигаций, нам нравятся эмитенты инвестиционного уровня благодаря их сильным фундаментальным показателям, положительному эффекту более низких цен на энергоносители, в сравнении с прошлыми годами, и относительно высокой устойчивости к внешним макроэкономическим и торговым шокам. Однако, их спреды продолжают оставаться на довольно узких уровнях, и мы не ожидаем продолжения их сужения. Поэтому наш общий взгляд на облигации этих эмитентов – нейтральный, с предпочтением нециклических отраслей как элемента защиты от внешних рисков.

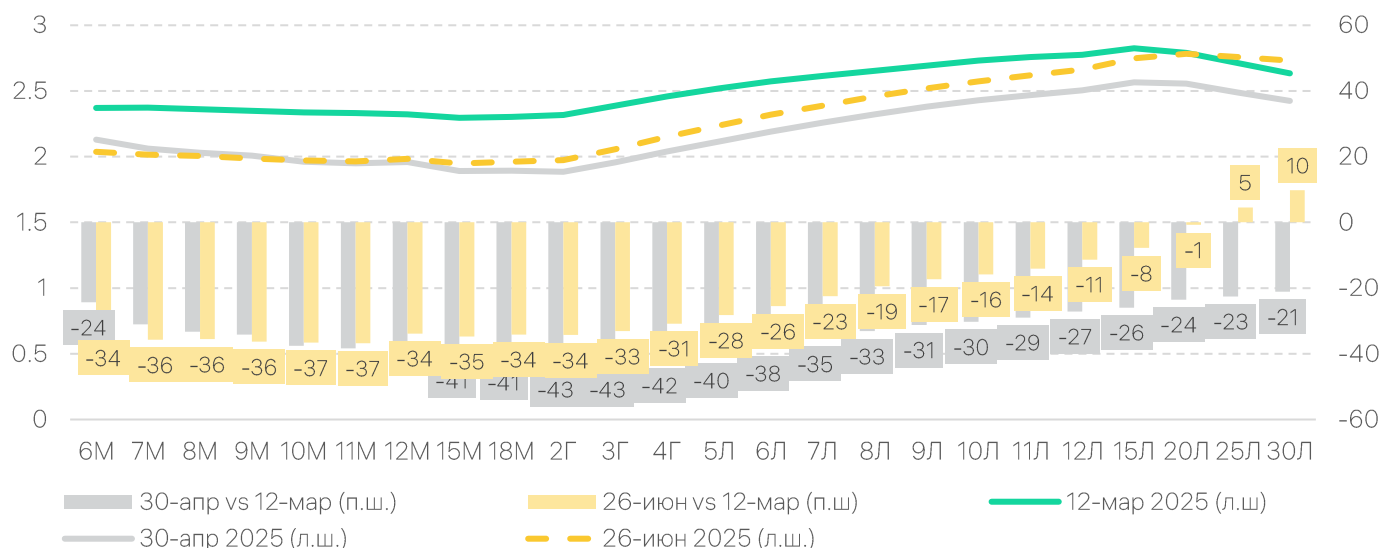
Что касается сегмента высокодоходных облигаций, мы проявляем большую осторожность. Текущие уровни спредов находятся гораздо ближе к своим минимумам (с 2011 года), в сравнении с бумагами инвестиционного уровня и, на наш взгляд, не полностью отражают перспективу замедления экономического роста во второй половине года и риск усиления торговой напряжённости с США. Мы продолжаем ожидать, что спреды по облигациям высокодоходных эмитентов могут вырасти на 40–60 бп, в связи с чем мы склоняемся к сокращению экспозиции на данные бумаги.

Анализ кривой свопов в евро

Наш предыдущий отчёт был опубликован вскоре после анонса масштабного пакета фискальных реформ в Германии, предполагающего существенное расширение бюджетного дефицита, стимулирование экономического роста и ускорение инфляции. Это стало катализатором для масштабной распродажи немецких государственных облигаций и привело к росту доходностей по всей кривой евро-свопов. Мы отмечали, что считаем такой рост доходностей чрезмерным, поскольку основной эффект от реализации реформы ожидается в 2026–2027 годах, тогда как в 2025 году темпы роста ВВП, по нашим оценкам, останутся слабыми. Одним из ключевых факторов риска для экономической динамики в этот период мы называли сохраняющуюся неопределённость в отношении торговой политики США, на фоне чего мы имели положительный взгляд на тактическое увеличение дюрации.

В целом наш прогноз начал подтверждаться уже во второй половине марта, а в апреле ралли на рынке европейских облигаций ускорилось на фоне заявления президента США Дональда Трампа о введении зеркальных тарифов на импорт из стран Еврозоны с итоговой ставкой в 20%. Дополнительную поддержку рынку облигаций Еврозоны оказали укрепление евро и перераспределение капитала из американских активов на фоне нарастающей торговой и фискальной неопределённости в США. Ситуацию усугубляли угрозы Трампа уволить председателя ФРС Джерома Пауэлла с целью давления на регулятор с тем, чтобы тот начал цикл снижения ставок. Подобные заявления пошатнули доверие инвесторов к доллару США и способствовали перетоку капитала в активы в альтернативных валютах, включая в евро. С тех пор доходности немного восстановились на фоне улучшения настроений на американских рынках, однако на большинстве участков кривой они по-прежнему остаются на 10–30 бп ниже уровней, зафиксированных на момент нашей предыдущей публикации. Исключением являются самые длинные участки кривой (25+ лет), где доходности, наоборот, выросли относительно своих уровней в середине марта.

Рис. 5. Кривая свопов в евро и изменение в доходностях



Источник: Bloomberg

На основе изложенных в предыдущих секциях отчёта ожиданий технического замедления темпов роста ВВП во 2-3 кварталах, отсутствия существенного инфляционного давления во второй половине года, а также сохраняющейся неопределённости касательно пошлин США на импорт из Евросоюза (так, например, в начале июня Трамп заявлял о том, что рассматривает возможность повышения пошлин на импорт из ЕС до 50% начиная с 9 июля), мы продолжаем видеть перспективу для продолжения снижения доходностей и в 3 квартале.

Наиболее привлекательным, по нашему мнению, выглядит дальний сегмент, в особенности облигации со сроком погашения от 20 лет, в связи с тем, что это единственный участок, который, как мы отмечали выше, не восстановился после мартовской распродажи. Поэтому мы видим перспективу снижения доходностей по нему на 20-30 бп. Мы также считаем, что средний сегмент, а также участок дальнего сегмента от 10 до 20 лет, имеют перспективу для снижения на 15-25 бп. На ближнем сегменте нас привлекает двухлетний участок, где мы можем увидеть снижение доходностей ещё на 8-12 бп.

Тем не менее, мы по-прежнему полагаем, что конец 3 квартала-начало 4 квартала станет локальным минимумом для доходностей, после чего они вернутся к росту на фоне восстановления экономической активности. Однако важно подчеркнуть, что данный прогноз основан на предположении, что итоговая ставка пошлин США на импорт из ЕС составит 10–15%. В случае реализации более жёсткого сценария, озвученного Трампом в июне, а также введения зеркальных пошлин со стороны Евросоюза, экономическая активность в регионе может замедлиться сильнее, чем мы предполагаем в базовом сценарии, что окажет дополнительную поддержку рынку облигаций и может привести к ещё более значительному снижению доходностей.

Корпоративные облигации

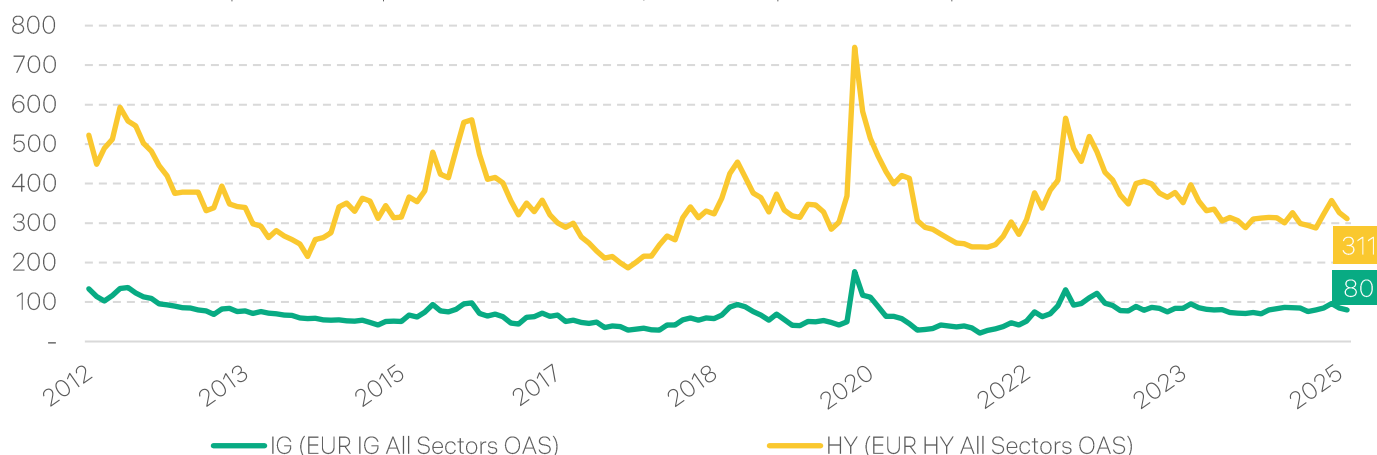
Рынок корпоративных облигаций последовал за общей динамикой риск-активов после объявления тарифов США в начале апреля. Относительно уровней закрытия 2 апреля, спреды по корпоративным облигациям инвестиционного уровня (EUR IG) в моменте расширились на 21 бп, а по высокодоходным (EUR HY) – сразу на 98 бп. Однако после того, как введение большинства тарифов было отложено на 90 дней, корпоративные облигации отыграли большую часть своих потерь и по состоянию на 26 июня спреды по ним находились вблизи тех уровней, которые наблюдались в начале года.

Спреды по IG бумагам находятся на 20-м процентиле с начала года, то есть они продолжают оставаться довольно узкими. В связи с этим, мы не видим веских причин для дальнейшего значительного сужения, в особенности на фоне сохраняющихся рисков торговой политики США. С другой стороны, фундаментальные метрики европейских эмитентов продолжают оставаться сильными, и компании продолжают выигрывать от более низких цен на энергоносители, в сравнении с предыдущими годами. Объём сделок M&A, способных оказать негативное влияние на кредитное качество компаний, также оказался значительно ниже, чем мы ожидали, из-за высокого уровня макроэкономической и торговой неопределённости. Наконец мы отмечаем, что расширение спредов по IG бумагам в начале апреля было значительно меньше, чем у HY бумаг, что указывает на более высокую

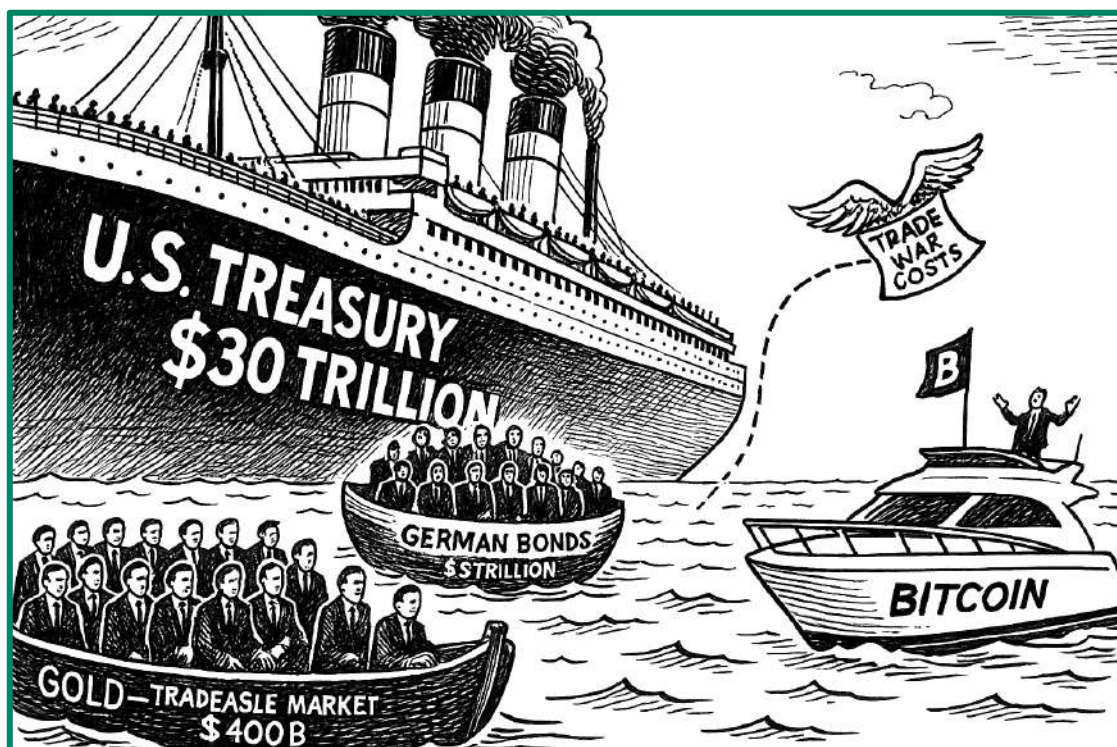
устойчивость IG эмитентов к внешним шокам. На фоне этого, мы сохраняем нейтральный взгляд на EUR IG облигации и продолжаем отдавать предпочтение эмитентам из нециклических секторов с низкой экспозицией на экспорт в США в качестве хеджа от рисков торговой политики.

В то же время, мы менее уверены в текущих уровнях спредов облигаций HY эмитентов. Они находятся на 32-м процентиле с 2011 года (в сравнении с 68-м процентилем для EUR IG бумаг), что создаёт значительный риск их расширения от исторически узких уровней. Более того, эмитенты данного класса более чувствительны к макроэкономическим шокам, в связи с чем они могут оказаться под давлением на фоне ожидаемого нами замедления темпов роста ВВП во 2-3 кварталах. Мы также можем увидеть значительное расширение спредов в случае реализации описанного нами риск-сценария с наложением более высоких пошлин со стороны США, как это произошло в апреле. В связи с этим, мы продолжаем ожидать расширение спредов по EUR HY бумагам на 40-60 бп и предпочитаем сокращение экспозиции на эмитентов из данного класса.

Рис. 6. Динамика кредитных спредов по облигациям, деноминированным в евро

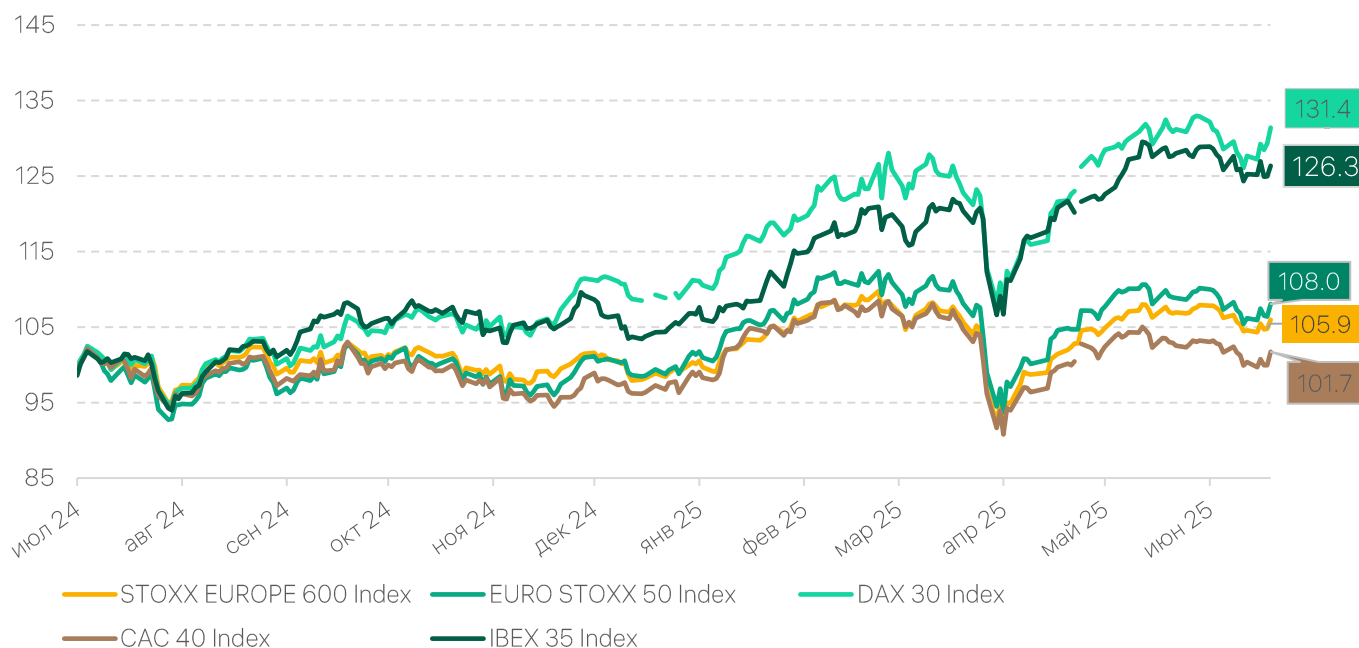


Источник: Bloomberg



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	4 009	3.77%	10.48%	14.16%	8.12%	4 017	3 156
США							
Dow Jones Industrial Average	43 819	3.67%	4.33%	12.02%	3.00%	45 074	36 612
S&P 500 Index	6 173	4.42%	10.00%	13.05%	4.96%	6 188	4 835
NASDAQ Composite Index	20 273	6.07%	17.19%	14.33%	4.99%	20 312	14 784
Европа							
MSCI Euro Index	1 718	-0.75%	2.20%	9.18%	9.37%	1 777	1 448
EURO STOXX 50 Price EUR	5 318	-0.91%	1.32%	8.66%	8.61%	5 568	4 474
STOXX Europe 600 Price Index EUR	543	-1.06%	1.68%	6.15%	6.94%	565	464
Deutsche Boerse AG German Stock I006Edex DAX	24 006	0.04%	8.32%	31.65%	20.58%	24 479	17 025
CAC 40 Index	7 690	-0.80%	-1.30%	2.81%	4.19%	8 258	6 764
IBEX 35 Index	13 931	-1.56%	6.06%	27.30%	20.15%	14 371	10 299
FTSE MIB Index	39 696	-0.98%	4.32%	19.73%	16.12%	40 709	30 653

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Рыночные данные, облигации

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
IBOXX [®]							
IBOXX Euro Overall Total Return Index	226	-0.12%	1.67%	4.76%	0.83%	228	215
IBOXX Euro Corporates Overall Total Return Index	239	0.18%	1.66%	5.91%	1.74%	239	225

[®] 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	216	-0.03%	1.16%	5.06%	1.52%	217	205
IBOXX Euro Non-Financials Overall Total Return Index	243	0.10%	1.54%	5.46%	1.45%	244	230
IBOXX Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return Index	227	-0.26%	1.78%	4.52%	0.52%	231	217
IBOXX Euro Overall 1-3 Total Return Index	185	0.10%	0.94%	4.72%	1.71%	185	176
IBOXX Euro Overall 3-5 Total Return Index	217	0.03%	1.42%	5.68%	1.96%	217	205
IBOXX Euro Overall 5-7 Total Return Index	245	-0.03%	1.88%	5.94%	1.80%	246	231
IBOXX Euro Overall 7-10 Total Return Index	259	-0.16%	2.13%	5.33%	1.19%	261	245
IBOXX Euro Overall 10+ Total Return Index	275	-0.59%	2.28%	2.48%	-2.33%	294	264
ITRAXX ⁹							
EDP SA	52	-8.91%	-21.44%	-15.57%	-5.18%	80	51
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/29	101	-5.18%	-15.70%	-15.33%	-9.50%	169	96
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/29	59	-4.33%	-14.68%	-12.60%	-7.49%	96	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	1.1720	2.44%	8.36%	9.12%	13.19%	1.1753	1.0141
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1.3694	1.11%	6.01%	8.25%	9.41%	1.3771	1.2100
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0.7973	2.52%	10.91%	13.22%	13.81%	0.9201	0.7958

Источник: Bloomberg

Приложение 5. Рыночные данные, валюты

Доходность 10-летних облигаций	YTM	1М YTM	3М YTM	1Г YTM	YTD YTM	52Н Макс	52Н Мин
US Generic Govt 10 Yr	4.25%	4.40%	4.25%	4.40%	4.57%	4.81%	3.60%
UK Gilts 10 Yr	4.49%	4.65%	4.69%	4.17%	4.57%	4.92%	3.73%
GERMANY GOVT BND 10 YR DBR	2.57%	2.50%	2.73%	2.50%	2.37%	2.94%	2.01%
France Govt Oats Btan 10 Yr Oat	3.25%	3.16%	3.43%	3.30%	3.20%	3.63%	2.78%
Italy Generic Govt 10Y Yield	3.45%	3.48%	3.85%	4.07%	3.52%	4.14%	3.16%
Spain Generic Govt 10Y Yield	3.21%	3.09%	3.36%	3.42%	3.06%	3.55%	2.73%

Источник: Bloomberg

⁹ ITRAXXпредставляют 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	TTM (P/E)	Доходность с начала года ¹⁰
Финансовый сектор	BNP	BNP PARIBAS	85.83	7.77	36.12%
	CABK	CAIXABANK SA	51.48	8.31	44.85%
	ISP	INTESA SANPAOLO	86.22	9.68	29.78%
Оборонные и инфраструктурные подрядчики	BA/	BAE SYSTEMS PLC	56.40	28.84	64.91%
	RHM	RHEINMETALL AG	80.91	91.84	189.78%
	HO	THALES SA	51.32	50.86	81.75%
	DG	VINCI SA	72.99	14.62	29.05%
	SU	SCHNEIDER ELECTRIC SE	131.13	29.92	-3.76%
Коммунальные услуги и энергетика	ENEL	ENEL SPA	82.35	11.72	21.35%
	IBE	IBERDROLA SA	105.72	21.48	25.62%
	SSE	SSE PLC	20.32	16.98	15.99%
Компании с фокусом на внутренний спрос	HEI	HEIDELBERG MATERIALS AG	35.36	20.44	69.03%
	SIE	SIEMENS AG-REG	176.44	22.12	19.67%

Источник: Bloomberg

¹⁰ 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».

© 2024, 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

А05А1В4, Алматы, Республика Казахстан

Тел. +7 727 339 43 77

www.halykfinance.kz

Bloomberg

HLFN

Thomson Reuters

Halyk Finance

Factset

Halyk Finance

Capital IQ

Halyk Finance