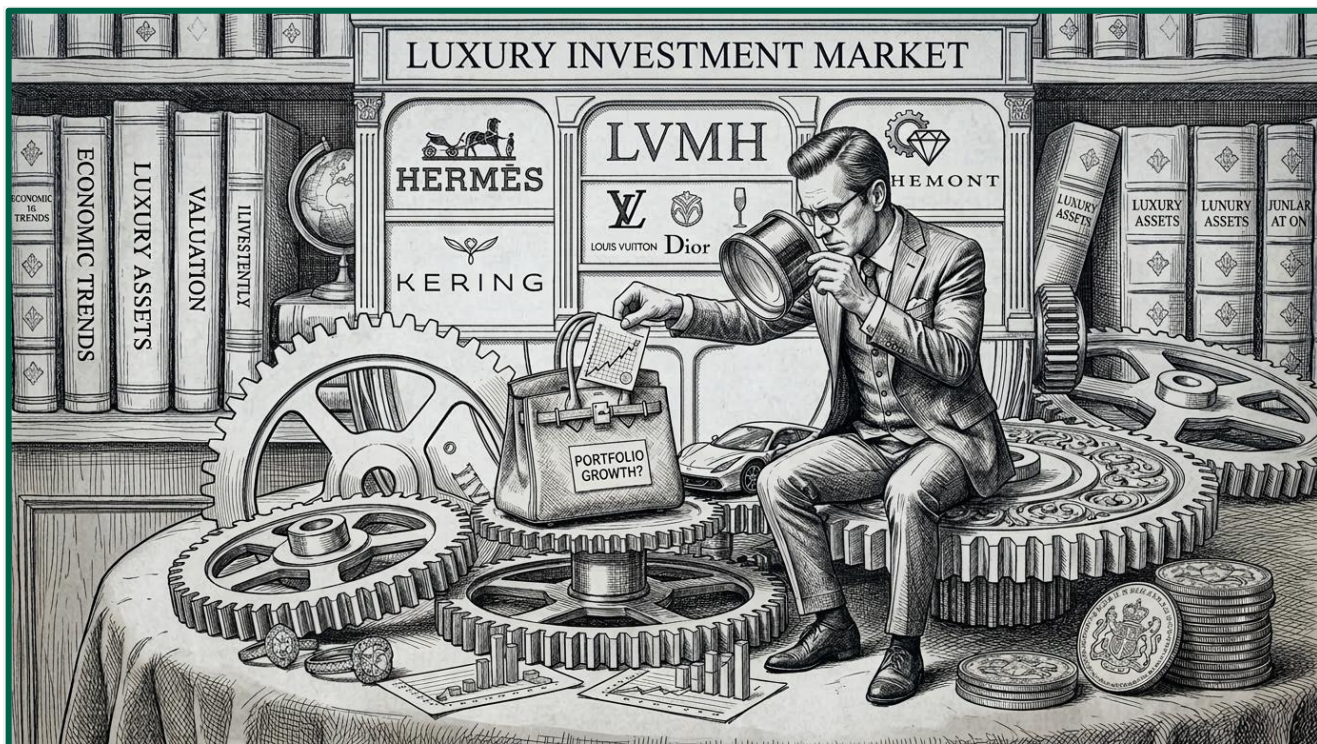


Навигация по сектору роскоши в период турбулентности



Изображение создано с помощью ИИ

Елубай Гаухар
Аналитик Торговых Идей

15 мая 2026 года

Охлаждение европейского сектора роскоши – это не краткосрочная заминка, а структурный переход к фазе «великой нормализации». Основная угроза сегодня кроется в резком падении спроса со стороны «начинающих» потребителей (*aspirational consumers*) на фоне инфляционного давления, а также в эффекте «великого похмелья» на китайском рынке и растущих геополитических рисках на Ближнем Востоке.

Хотя долгосрочная устойчивость индустрии не вызывает сомнений, в моменте люкс теряет статус безусловного локомотива европейского рынка. По данным Bloomberg Intelligence, сегмент роскоши сейчас выступает главным аутсайдером потребительского сектора (с начала года *derating* составил около 15%). Тем не менее, эта жесткая переоценка активов и поляризация брендов создают уникальное окно для точечных инвестиций.

В этих условиях мы предпочитаем избегать покупок сектора широким фронтом и рекомендуем применять стратегию штанги (*Barbell Strategy*) со следующей ребалансировкой:

1. Сохраняем позитивный взгляд на полюс «абсолютной роскоши» Hermès (0HV2.L) и Richemont (0QMU.L). Отдаем предпочтение защитным активам с феноменальной ценовой властью. Их бизнес-модели, ориентированные на сверхбогатых клиентов (*Ultra-High Net Worth*), остаются стабильными и нечувствительными к макроэкономическим шокам и инфляции.
2. Делаем точечные ставки на «доступную и функциональную роскошь». Нам импонируют бенефициары тренда *trade-down*, перехватывающие вытесненных потребителей. Отличным подтверждением силы этого сегмента служит Moncler (0QII.L), который, согласно последнему финансовому отчету, продемонстрировал мощный рост розничных продаж. К этой же категории уверенного спроса мы относим Ralph Lauren (RL.NYSE).
3. Исключаем из фокуса неопределенную середину. Мы не видим перспектив для быстрого V-образного отскока брендов массового люкса, находящихся в стадии сложной трансформации. Поэтому мы рекомендуем избегать инвестиций в проблемные истории вроде Kering (0IIN.L), а также проявлять осторожность к широкой диверсификации LVMH (0HAU.L) до появления четких сигналов восстановления макроэкономики.

Что случилось?

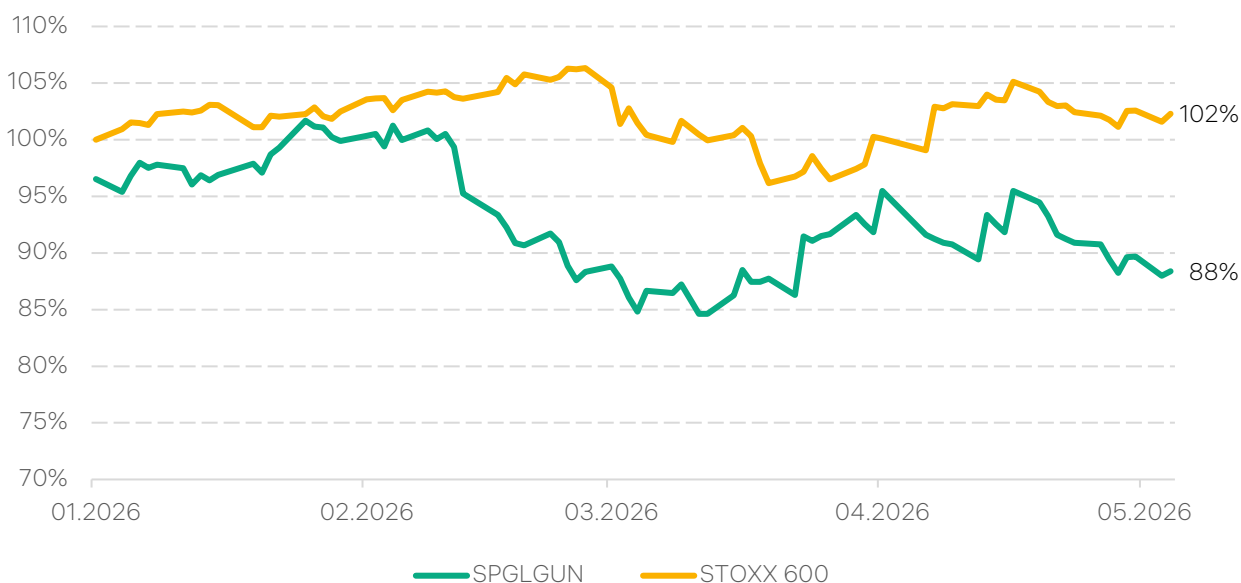
Период беспрецедентного постпандемического роста в секторе предметов роскоши подошел к концу. Результаты 1-го квартала 2026 года и данные с начала года свидетельствуют о вступлении индустрии в фазу стабилизации темпов роста. На фоне замедления потребительского спроса и усиления геополитической напряженности, в частности на Ближнем Востоке, рынок демонстрирует явную поляризацию.

Рынок публичных компаний сектора *personal luxury goods*, традиционно воспринимаемый как «устойчивое дискреционное потребление» благодаря высокой маржинальности, сильным брендам и квазимонопольному положению в отдельных нишах, в начале 2026 года демонстрирует повышенную волатильность и признаки циклического охлаждения спроса.

Ключевую роль в динамике сектора продолжают играть европейские конгломераты – LVMH, Hermès, Kering и Richemont – на которые приходится значительная доля капитализации и прибыли отрасли. Их бизнес-модели исторически обеспечивали устойчивость к макроэкономическим шокам за счёт высокой доли обеспеченных клиентов, ценовой власти и глобальной диверсификации каналов продаж.

Индекс S&P Global Luxury Index (SPGLGUN), отслеживающий динамику порядка 80 крупнейших компаний сектора и взвешенный по рыночной капитализации (с высокой концентрацией в вышеупомянутых «тяжеловесах»), по состоянию на май 2026 года снизился примерно на 12%. Для сравнения, широкий европейский рынок, представленный индексом STOXX Europe 600, демонстрировал существенно меньшую просадку – около 4% в пике за аналогичный период.

Рис. 1. Динамика индекса SPGLGUN (Luxury Items) по сравнению с широким рынком (STOXX 600) с начала года.



Источник: Bloomberg

Столь значительное отставание от широкого рынка сигнализирует о том, что инвесторы закладывают в цены не общую макроэкономическую слабость, а совокупность фундаментальных рисков, специфичных для люксовой индустрии, что и нашло прямое отражение в разочаровывающих финансовых результатах ее ключевых игроков.

Из-за чего разочаровывающие результаты?

Разочаровывающие финансовые результаты в секторе были вызваны совокупностью факторов: негативным влиянием сильного Евро, резким замедлением спроса со стороны начинающих потребителей люкса, разочаровывающими темпами восстановления потребительского спроса в Китае и эскалацией конфликта на Ближнем Востоке.

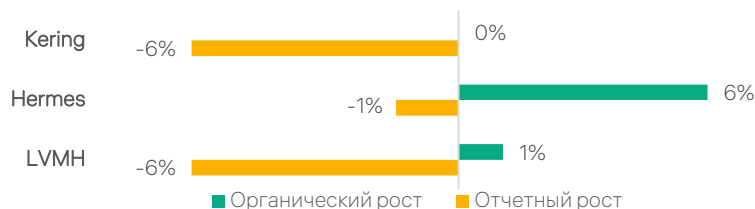
LVMH, выступая барометром всего рынка, первым ощутил общее «охлаждение». Его результаты отражают усталость потребителей после постпандемического бума, особенно на американском рынке. Основной удар пришелся на бренды Louis Vuitton и Christian Dior, чьи начинающие клиенты оказались наиболее чувствительны к экономической неопределенности. Разница между почти нулевым органическим ростом в +1% и итоговым отчетным падением в -6% была вызвана исключительно негативным влиянием валютных курсов. Сильный евро при конвертации зарубежной выручки съел около 7% роста, что и привело к отрицательному результату в финансовой отчетности, разочаровавшему инвесторов.

Проблемы Kering, главного разочарования квартала, носят более глубокий, структурный характер и связаны с кризисом идентичности флагманского бренда Gucci, который находится в процессе перезагрузки. В отличие от конкурентов, бизнес-модель Gucci сильно зависит от модных трендов, и при ухудшении экономической конъюнктуры у бренда не оказалось «подушки безопасности» в виде вечной классики. Органический рост в 0% показал, что реальные продажи компании полностью остановились. Как и в случае с LVMH, сильный евро усугубил ситуацию, превратив нулевой рост в отчетное падение на 6%.

На этом фоне Hermès выглядит исключением из правил, подтверждая уникальность и устойчивость своей бизнес-модели. Ориентируясь на сверхбогатых клиентов, чье финансовое положение не зависит от макроэкономических факторов, и управляя дефицитом на свои знаковые товары, компания продемонстрировала уверенный органический рост в +6%. Эта цифра – лучшее доказательство исключительной силы бренда. Однако даже такой мощный рост не смог полностью компенсировать негативный эффект от сильного евро, что привело к формальному снижению отчетной выручки на 1% и наглядно продемонстрировало масштаб валютного давления на весь сектор.

Следует отметить, что в нашем прямом сравнении результатов за первый квартал 2026 года отсутствует один из ключевых игроков сектора – швейцарский конгломерат Richemont (Cartier, Van Cleef & Arpels). Это связано с отличием в финансовом календаре компании. В отличие от своих французских конкурентов (LVMH, Kering, Hermès), чей финансовый год совпадает с календарным, финансовый год Richemont длится с 1 апреля по 31 марта. Публикация этих годовых результатов ожидается в середине мая 2026 года. Инвесторы с нетерпением ожидают майского отчета, который даст ключевое представление о состоянии сегмента «твердого люкса» (часы и ювелирные изделия).

Рис.2. Влияние валютных курсов: расхождение органического и отчетного роста (1-й квартал 2026).



Источник: Данные компаний

Помимо существенного негативного влияния валютных курсов, которое мы рассмотрели выше, фундаментальные причины слабости сектора лежат в трех ключевых плоскостях, ударивших по реальному (органическому) росту.

Замедление спроса со стороны начинающих потребителей

Первым и наиболее значимым фактором стало резкое охлаждение спроса со стороны так называемых начинающих потребителей. Эта группа, состоящая из представителей среднего и верхне-среднего класса, оказалась наиболее чувствительной к макроэкономической неопределенности, высокой инфляции и росту процентных ставок. Сталкиваясь с сокращением располагаемого дохода, они в первую очередь урезали дискреционные расходы, к которым относятся предметы роскоши.

Этот тренд сильнее всего ударил по мега-брендам с широкой клиентской базой, таким как Louis Vuitton, Dior и Gucci, чьи товары начального и среднего ценового сегмента являются точкой входа в мир люкса. В то же время, спрос со стороны сверхбогатых клиентов (top-end clients), на которых ориентирован Hermès, остался устойчивым, что и объясняет значительное расхождение в финансовых показателях компаний.

Слабое восстановление в Китае

Вторым мощным ударом стало разочарование в темпах восстановления китайского рынка. Ожидания бурного, V-образного роста после снятия всех ограничений не оправдались. Вместо этого сектор столкнулся со слабым спросом со стороны китайских потребителей.

- Низкая потребительская уверенность: Продолжающиеся проблемы на рынке недвижимости и неопределенность на рынке труда подорвали уверенность китайских потребителей, заставив их перейти к более консервативной модели сбережений.
- Изменение модели потребления: Наблюдается смещение от импульсивных покупок логотипированных товаров в сторону «тихой роскоши» и experiential luxury (люксовых впечатлений). Потребители стали более избирательными и требовательными.
- Слабый туристический спрос: Восстановление выездного туризма из Китая также оказалось более медленным, чем прогнозировалось, что лишило европейские бутики ключевого источника выручки.

Геополитическая напряженность и конфликт на Ближнем Востоке

На эти два фактора наложился геополитический шок, связанный с эскалацией конфликта на Ближнем Востоке. Его влияние оказалось мультипликативным, ударив по сектору сразу с нескольких сторон:

- Падение «фактора хорошего самочувствия» (Feel-Good Factor): Покупка предметов роскоши – это эмоциональный акт. Негативный новостной фон снижает общую потребительскую уверенность и делает дорогостоящие покупки психологически неуместными для многих клиентов.
- Риски для туризма: Ближний Восток является не только важным рынком сбыта (около 5-6% мировых продаж), но и источником состоятельных туристов. Конфликт ставит под угрозу туристические потоки не только из самого региона, но и из других стран, чьи граждане могут отложить поездки в Европу из-за опасений по поводу безопасности.

Для количественной оценки влияния этих фундаментальных факторов на лидеров индустрии, рассмотрим их прямые финансовые результаты, сравнив динамику выручки за первый квартал 2025 и 2026 годов на Рис. 3.

Рис.3. Выручка за 1-й квартал: 2025 и 2026 (в млн евро).



Источник: Данные компаний

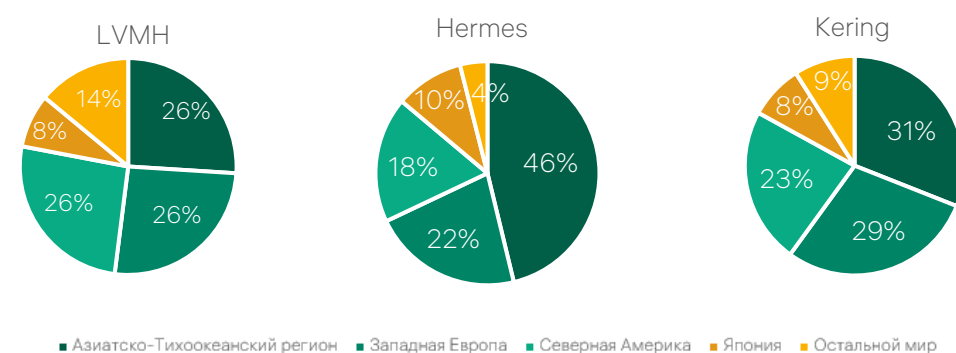
Доля рынка предметов роскоши на Ближнем Востоке на 1-й квартал 2026 года в совокупности составляет всего 4%, однако прогноз роста (CAGR) для этого региона от Altagamma¹ на конец 2026 года в 6% являлся лучшим среди всех регионов, превосходя более скромные темпы роста мирового рынка роскоши в 4%.

Повышенный политический риск на Ближнем Востоке теперь подразумевает замедление как местных дискреционных расходов (составляющих около 75% от общего объема), так и туристического спроса. Это происходит после сильных результатов 4-го календарного квартала, когда компании из сегмента «высокой роскоши», такие как Hermès и Richemont, зафиксировали на Ближнем Востоке двузначный рост, преимущественно за счет ОАЭ.

Продажи LVMH на Ближнем Востоке в 4-м квартале также выросли на двузначную величину, а Kering, Ermenegildo Zegna (ZGN.NYSE) и Swatch (UHR.SWX) отметили уверенные результаты.

Для более детального понимания региональной структуры выручки и оценки влияния геополитических факторов рассмотрим распределение продаж по ключевым географическим зонам на Рис. 4

Рис.4. Региональная структура выручки за 1-й квартал 2026



Источник: Данные компаний

Люкс в кризис: как это было раньше?

Исторический анализ поведения сектора роскоши в периоды рыночной турбулентности выявляет фундаментальную двойственность: высокую циклическую чувствительность в момент шока и исключительную способность к опережающему восстановлению. Вопреки статусу товаров не первой необходимости, индустрия роскоши раз за разом доказывала свою долгосрочную устойчивость, превращая кризисные падения в уникальные возможности для покупки. Рассмотрение трех ключевых кризисов прошлого позволяет понять этот паттерн.

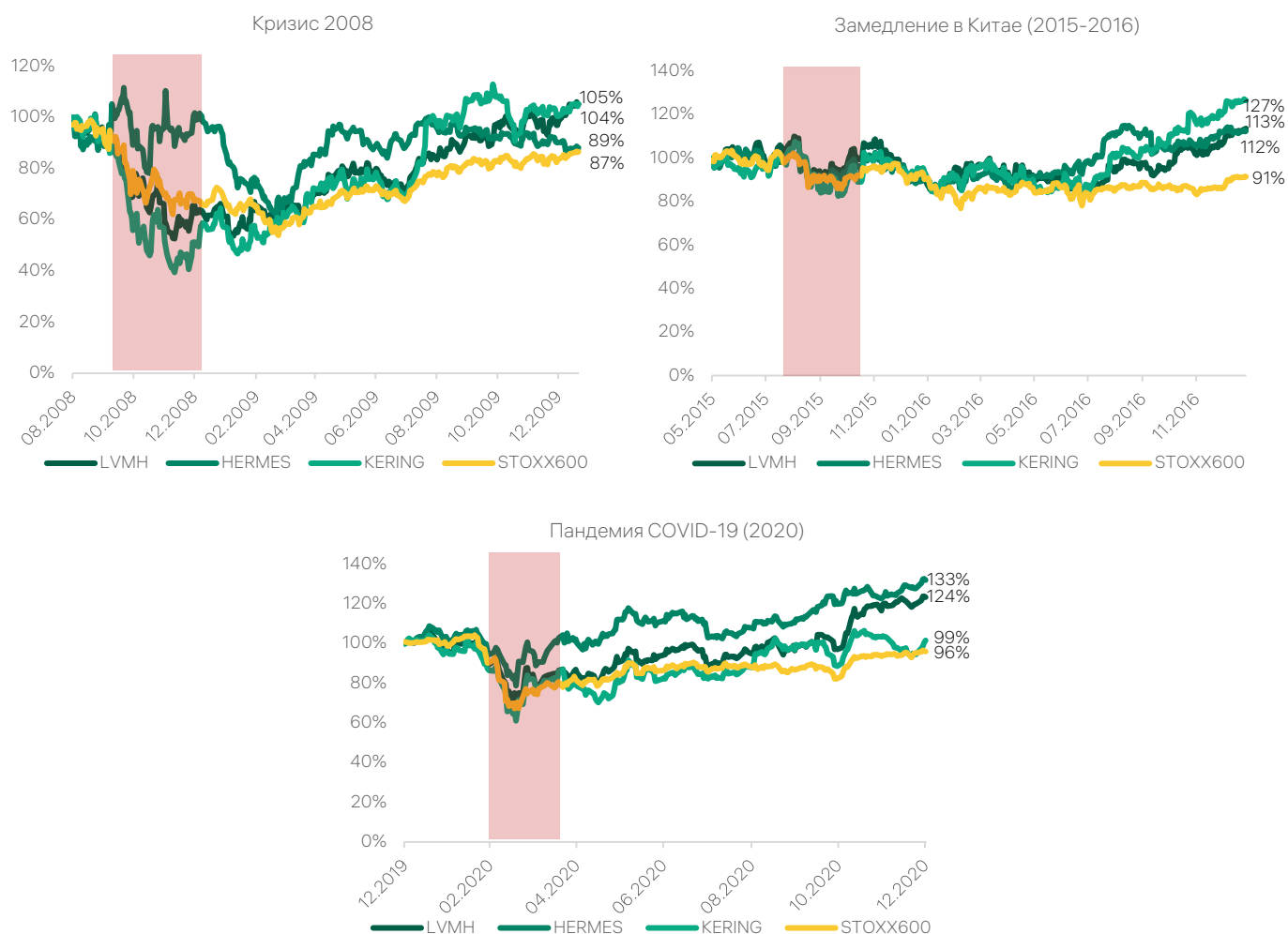
Исторический анализ, основанный на трех ключевых кризисах, наглядно иллюстрирует главный инвестиционный тезис и фундаментальную двойственность сектора роскоши: высокая циклическая чувствительность в момент шока и исключительная способность к опережающему восстановлению и долгосрочному росту.

Графики и таблица 1. показывают повторяющийся паттерн: в момент рыночной паники акции люксовых компаний падают вместе с рынком (а зачастую и сильнее), однако на этапе восстановления они демонстрируют феноменальную силу, возвращаясь к росту значительно быстрее и обгоняя широкий индекс STOXX 600. Этот паттерн превращает каждый кризис из угрозы в уникальную долгосрочную возможность для покупки.

¹ Altagamma (Altagamma research) – это первоклассный источник аналитической информации о мировом рынке роскоши, выпускаемый Фондом Altagamma в партнерстве с такими компаниями, как BCG и Bain & Company.

Рис. 5 -7. Движение акций и широкого индекса STOXX600 во время кризисов.

Период рыночного стресса выделен красным



Источник: Bloomberg

Табл. 1. Количественная оценка устойчивости сектора в кризисы

Кризис	Компания/Индекс	Тикер	Максимальная просадка	Время на восстановления до 100 (в мес)	Опережение STOXX600 через 24 мес.
Глобальный фин. кризис (2008-2009)	LVMH	OHAU.L/MC.PA	-47%	14	+56%
	HERMES	OHV2.L/RMS.PA	-39%	10	+85%
	Kering	OIIH.L/KER.PA	-61%	12	+60%
	STOXX600	SXXP	-46%	77	-
Замедление в Китае (2015-2016)	LVMH	OHAU.L/MC.PA	-18%	2	+76%
	HERMES	OHV2.L/RMS.PA	-16%	2	+54%
	Kering	OIIH.L/KER.PA	-18%	2	+177%
	STOXX600	SXXP	-23%	48	-
Пандемия COVID-19 (2020)	LVMH	OHAU.L/MC.PA	-30%	7	+62%
	HERMES	OHV2.L/RMS.PA	-21%	2	+115%
	Kering	OIIH.L/KER.PA	-39%	9	-21%
	STOXX600	SXXP	-33%	12	-

Источник: Bloomberg, расчёты Halyk Finance

Детальное рассмотрение трех ключевых кризисов прошлого позволяет не только подтвердить эту закономерность, но и понять фундаментальные драйверы, обеспечивающие эту долгосрочную устойчивость.

Глобальный финансовый кризис (2008–2009): Падение с Западом, восстановление с Востоком

Финансовый кризис 2008 года нанес по сектору прямой и сокрушительный удар. Спрос со стороны западных потребителей рухнул, в результате чего акции люксовых компаний упали так же сильно, как и широкий рынок. В пике падения котировки теряли более 60% своей стоимости.

Восстановление, однако, оказалось поразительно быстрым, и его главным драйвером стал Китай, где масштабные программы стимулирования создали новый класс состоятельных потребителей. В результате, сектору потребовалось около 10-14 месяцев, чтобы вернуться к докризисным уровням. В то время как STOXX 600 надолго «застрял» в боковом движении, акции люксовых компаний уже к концу 2009 года не только отыграли падение, но и значительно обогнали широкий европейский рынок, навсегда изменив географию своего роста.

Замедление в Китае (2015–2016): Тест на зависимость

Этот кризис был внутренним для индустрии и был вызван антикоррупционной кампанией и замедлением экономики в Китае. Акции компаний с высокой долей продаж в Азии испытали серьезную коррекцию, потеряв около 20% стоимости и отставая от STOXX 600. Рынок опасался, что «китайское чудо» для люкса закончилось.

Быстрое восстановление показало адаптивность сектора. Компании переориентировались на реального конечного потребителя и начали активно развивать другие рынки. Уже во второй половине 2016 года бренды, сумевшие адаптироваться (особенно Gucci), возглавили новое ралли, вновь начав опережать широкий рынок.

Пандемия COVID-19 (2020): V-образный разворот

В первом квартале 2020 года индустрия столкнулась с экзистенциальной угрозой, и акции рухнули на 30–40% всего за несколько недель. Падение было самым резким и быстрым в истории.

Восстановление было феноменально быстрым. Акции достигли «дна» в конце марта и вернулись к докризисным уровням всего за 2–9 месяцев. Это было вызвано эффектом «трат от скуки» (revenge spending) и мощными государственными стимулами. STOXX 600 восстанавливался гораздо медленнее, в то время как акции люксовых гигантов, особенно Hermès и LVMH, уже к концу 2020 года устремились к новым историческим максимумам, показав доходность, многократно опередившую среднерыночную. Этот кризис доказал, что в современных условиях спрос на люкс может быть даже контрциклическим.

Что ждем на рынках?

Исторический анализ показал, что после каждого из трех предыдущих кризисов сектор роскоши демонстрировал быстрое V-образное восстановление, которое было обусловлено наличием чрезвычайно мощных внешних катализаторов.

В 2026 году такого внешнего «трамплина» нет. Напротив, мы наблюдаем уникальную ситуацию, когда все ключевые драйверы роста ослаблены одновременно. Потребитель на Западе сдержан, потребитель в Китае нерешителен, а геополитическая напряженность подавляет общий фактор хорошего самочувствия.

В этих условиях мы считаем наиболее эффективной стратегию «штанги» (Barbell Strategy). Она предполагает отказ от инвестиций в неопределенную середину и концентрацию капитала на двух противоположных, но одинаково перспективных полюсах рынка.

Что делать?

Полюс «абсолютной роскоши».

Этот полюс основан на тренде «trade-up to quality». Сверхбогатые потребители, нечувствительные к экономическим циклам, в периоды неопределенности концентрируют свои траты на самых эксклюзивных, качественных и обладающих инвестиционной ценностью брендах. Эти компании обладают феноменальной ценовой властью (pricing power) и защищенной рентабельностью.

- Hermès (OHV2.L): Бизнес-модель, основанная на дефиците и непревзойденном качестве, обеспечивает компании устойчивый двузначный органический рост даже на фоне общего замедления. Это – главный защитный актив в секторе.
- Richemont (OQMU.L): Бренды Richemont (Cartier, Van Cleef & Arpels) являются эталоном твердого люкса. Спрос на их продукцию остается высоким. Анализ ритейлера Watches of Switzerland Group (WOSG.L) показывает, что спрос на часы Cartier и другие топовые марки по-прежнему значительно превышает предложение, что подтверждает силу этого сегмента. Как упоминалось ранее, рынок и инвесторы с нетерпением ждут выпуска годовой отчетности швейцарского гиганта мира люкс к концу мая.

Полюс «доступной роскоши».

Этот полюс стратегии основан на тренде «trade-down». Начинаящие потребители и представители верхнего-среднего класса, столкнувшись с заоблачными ценами и экономической неопределенностью, не отказываются от статусных покупок полностью, а переключаются на более доступные, но все еще качественные и обладающие сильным брендом компании. Эти бренды предлагают ощущение роскоши без ее экстремальной цены.

- Ralph Lauren (RL.NYSE): RL является ключевым бенефициаром поляризации потребительского спроса, выигрывая одновременно от двух трендов. Успешная стратегия по повышению престижа бренда (brand elevation), подтвержденная значительным ростом средней цены продажи (AUR), сделала компанию магнитом для клиентов, совершающих trade-down от более дорогого европейского люкса в поиске разумной роскоши. Одновременно, усиление премиального имиджа привлекает потребителей из масс-маркета, совершающих trade-up к более качественным и статусным вещам. Эта уникальная позиция золотой середины обеспечивает компании устойчивые финансовые показатели и делает ее одной из самых интересных инвестиционных идей в текущих рыночных условиях.
- Moncler (OQII.L): Moncler является бенефициаром более сложной формы trade-down, основанной на функциональности. В условиях экономической неопределенности потребитель склонен рационализировать дорогостоящие покупки. Продукция Moncler, занимающая уникальную нишу функционального люкса, воспринимается как долгосрочное вложение в технологичный и утилитарный актив, а не как эфемерная модная трата. Это обеспечивает бренду устойчивый спрос и защищает его ценовую власть.

«Неопределенная середина»: Снижать долю

В эту категорию попадают компании, которые застряли между двумя полюсами. Они уже слишком дороги для потребителя, ищущего trade-down, но еще не обладают статусом и ценовой властью абсолютной роскоши. Зачастую эти бренды находятся в процессе дорогостоящей и рискованной реструктуризации.

- Kering (OIH.L): Как часто предсказывают аналитики крупных инвестдомов, компания полностью зависит от успеха перезагрузки Gucci. Это сопряжено с огромными рисками исполнения, и положительный результат не гарантирован. В текущих условиях неопределенности инвестиции в Kering – это ставка на успешный разворот, что является высокорискованной стратегией.
- LVMH (OHAU.L): LVMH – это сам рынок. Компания, как барометр, испытывает все трудности сектора. Из-за своей диверсификации она не может в полной мере выиграть ни от «тихой роскоши» (хотя и владеет такими брендами), ни от trade-down. Это базовое, но не самое перспективное вложение в текущей фазе цикла.

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. 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 и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО "Halyk Finance" и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. 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 депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. 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".

© 2026, 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