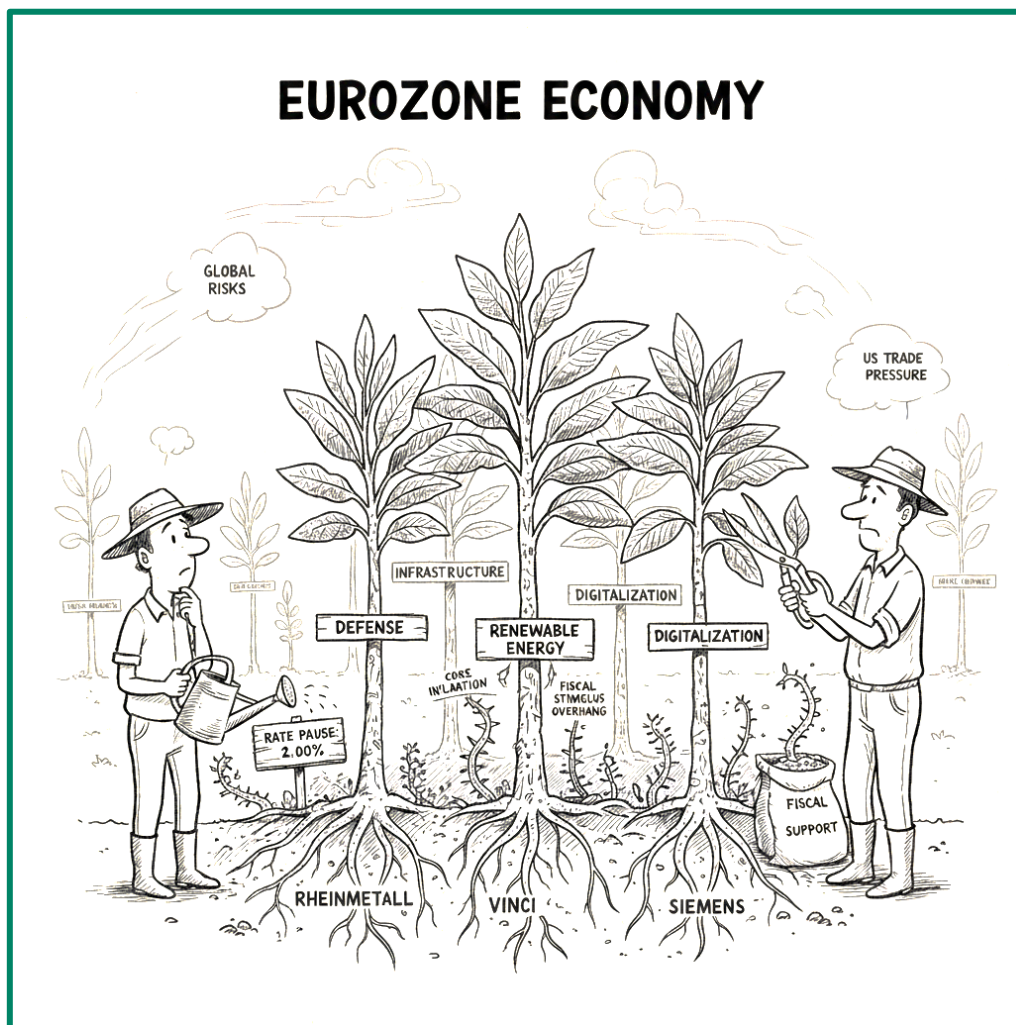


Экономический пульс: Еврозона

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

Сентябрь 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: дивергенция данных и устойчивость фискального фактора.....	5
Домохозяйства: осторожные кошельки и крепкие рабочие места.....	7
Рынок труда: устойчивость с признаками охлаждения.....	8
Инфляция: затишье перед столкновением разнонаправленных сил.....	9
Политика в действии: Пауза ЕЦБ и фискальный разворот.....	10
Глобальный контекст: торговые реалии и структурный спрос на евро-активы.....	11
От макроэкономики к стратегии: наш взгляд на устойчивых лидеров.....	12
Рынок облигаций.....	13
Анализ кривой свопов в евро.....	13
Корпоративные облигации.....	15
Приложение к отчету.....	17

Ключевые выводы

Экономика Еврозоны: наш взгляд

Прогнозы для Еврозоны: Замедление после всплеска, но рост впереди

Экономическая траектория Еврозоны в 2025 году характеризуется высокой волатильностью, обусловленной статистическими искажениями в начале года и последующим замедлением. Наш прогноз, представленный в прошлом отчете с «техническим откатом», оказался верным. На текущий момент опережающие индикаторы и фундаментальные факторы указывают на формирование основы для постепенного восстановления к концу года, движимого внутренними драйверами на фоне стабилизации внешних рисков. Мы сохраняем наш прогноз по росту ВВП Еврозоны в диапазоне 0.8-1.0% г/г.

ЕЦБ: Перспектива снижения процентной ставки

Предыдущий базовый сценарий, предполагавший дальнейшее снижение ставки ЕЦБ до конца года, более не является актуальным. Произошел решительный сдвиг к паузе: мы предполагаем, что регулятор сохранит ставку на уровне 2.00%, вероятно, до конца 2025 года. Это решение обусловлено не слабостью экономики, а комбинацией факторов: неожиданно устойчивой базовой инфляцией, оказавшейся выше прогнозов, и желанием оценить проинфляционное влияние масштабных фискальных стимулов. Планка для дальнейшего смягчения теперь установлена значительно выше. Комментарии подавляющего большинства членов Совета управляющих, включая Изабель Шнабель и Йоахима Нагеля, указывают на твердый консенсус в пользу данного сценария.

Пауза ЕЦБ — это не признак удовлетворенности текущей ситуацией, а период вынужденного ожидания перед столкновением двух мощных разнонаправленных сил. С одной стороны, на инфляцию оказывают понижательное давление сильный курс евро и замедление глобального спроса. С другой стороны, масштабные фискальные стимулы в оборонном и инфраструктурном секторах создают проинфляционные риски в среднесрочной перспективе. Текущая политика ЕЦБ — это не пассивное наблюдение, а активный мониторинг назревающего конфликта между глобальными дезинфляционными трендами и инфляционными последствиями внутренней промышленной политики.

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

Акции Еврозоны: наш взгляд¹

Текущая экономическая ситуация, характеризующаяся стагнацией ВВП, паузой ЕЦБ и хроническим давлением со стороны торговой политики США, подтверждает необходимость выборочного подхода. В условиях «двухскоростной» Европы, где устойчивость одних экономик контрастирует со слабостью промышленного ядра, успех определяется способностью идентифицировать компании, чьи бизнес-модели изолированы от внешних рисков и напрямую связаны с мощными внутренними структурными сдвигами.

Оптимальная логика в таких условиях — стратегия «штанги»: на одном конце находятся прямые бенефициары фискальной политики, на другом — устойчивые внутренние чемпионы, способные расти за счёт локального спроса. Такое сочетание не только диверсифицирует риски, но и превращает разрозненные идеи в цельную архитектуру портфеля.

- Оборонные и инфраструктурные подрядчики: прямые бенефициары «Великого фискального разворота». Рост госзаказов обеспечивает им долгосрочные, изолированные от экономического цикла денежные потоки. Примеры: Rheinmetall, BAE Systems, Vinci, Heidelberg Materials.
- Энергетическая безопасность: участники долгосрочного инвестиционного цикла по модернизации сетей и переходу на возобновляемые источники энергии, что гарантирует стабильный спрос и защищает от рыночной волатильности. Примеры: Iberdrola, Enel, SSE.
- Стратегическая автономия и цифровизация: компании, находящиеся в центре программ ЕС по достижению технологического суверенитета и цифровой трансформации промышленности. Примеры: Siemens, Schneider Electric, ASML, Infineon.
- Устойчивые внутренние чемпионы: лидеры в своих секторах, ориентированные на внутренние рынки в более сильных экономиках, что снижает их зависимость от глобальных циклов. Примеры: CaixaBank, BNP Paribas, Intesa Sanpaolo.

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 евро-свопам возобновили рост во второй половине лета на фоне:

- негативной динамики гособлигаций;
- крупных объёмов нового предложения;
- опасений влияния пенсионной реформы в Нидерландах на спрос на длинные бумаги;
- политической нестабильности во Франции.

Мы считаем, что недавний рост отражает чрезмерный оптимизм относительно сроков реализации эффектов от фискальных стимулов в Германии и недооценку последствий торговых барьеров в США. На фоне этого мы сохраняем позитивный взгляд на средний сегмент и 10-летний участок кривой (потенциал снижения доходностей на 20–30 бп до конца года), понижаем наш взгляд на дальний сегмент до нейтрального и ожидаем сужение спреда между 10-летними нотами Франции и Германии на 5–10 бп после формирования нового правительства во Франции.

Корпоративные облигации

Эмитенты IG остаются устойчивыми благодаря:

- сильным фундаментальным показателям и положительной динамике кредитных рейтингов;
- меньшей чувствительности к тарифным рискам;
- выгоде от умеренных цен на энергоносители.

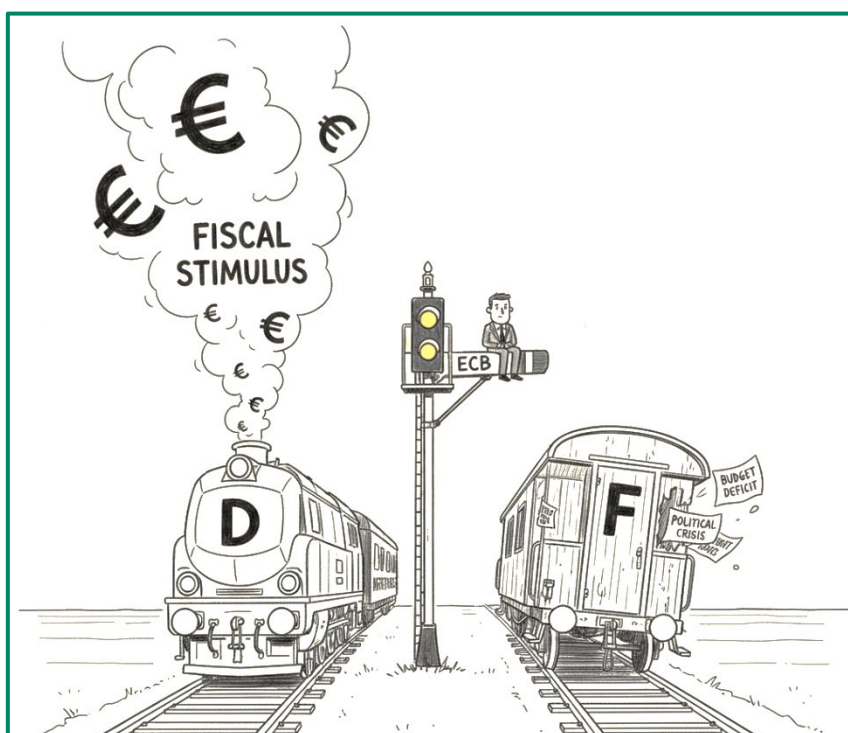
Однако потенциал дальнейшего сужения спредов ограничен (текущий уровень – 71 бп), поэтому наш взгляд остаётся нейтральным с предпочтением нециклических отраслей.

В сегменте НУ мы сохраняем осторожность:

- спреды являются довольно узкими, находясь на 24-м процентиле с 2011 года;
- фиксируется чистое ухудшение кредитных рейтингов;
- чувствительность эмитентов к тарифам значительно выше, чем в IG сегменте.

При этом, мы принимаем во внимание сложившийся на рынке оптимизм инвесторов и пересматриваем наш прогноз по спредам НУ на конец года до 320–330 бп (с 350–370 бп). Это всё ещё предполагает расширение на 30–40 бп от текущих уровней в случае ухудшения корпоративных отчётностей под давлением тарифов или общего снижения аппетита к риску.

Более подробно вы можете ознакомиться с нашим мнением в соответствующих разделах



Наш взгляд на экономику Еврозоны

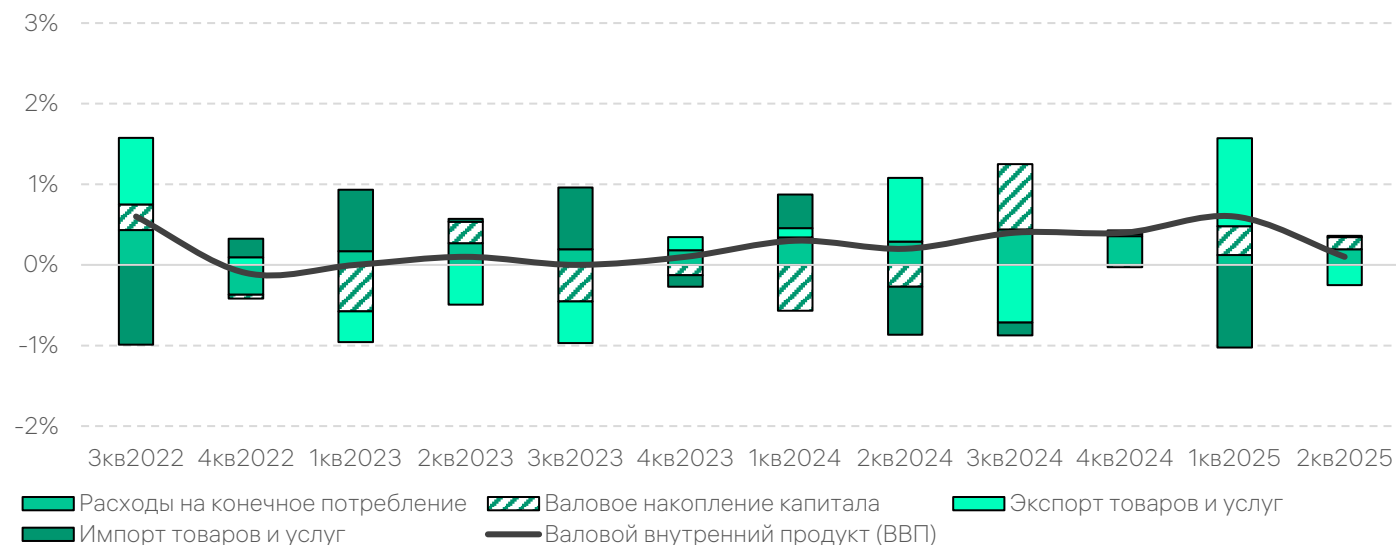
ВВП: дивергенция данных и устойчивость фискального фактора

Наше мнение

Резкое ускорение роста ВВП Еврозоны в начале года во многом обусловлено статистическими искажениями 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.

За сильным ростом ВВП Еврозоны в 1кв (+0.6% кв/кв) последовал ожидаемый технический откат: уже во 2кв темпы роста замедлились до +0.1% кв/кв, что подтвердило временный характер первоначального импульса. Экономическая слабость в летние месяцы была усугублена негативным пересмотром ВВП Германии до -0.3% кв/кв за 2кв. На фоне сохраняющегося общего давления на промышленность и вялой динамики внутреннего спроса, базовым сценарием на второе полугодие остается рост, близкий к стагнации, что сохраняет наши ожидания от темпов роста экономики Еврозоны за 2025 год в диапазоне 0.8–1.0% г/г, который мы указывали в нашем прошлом отчете. Мы сохраняем конструктивный взгляд на 4кв, когда экономика может начать ощущать первые эффекты от развертывания фискальных программ.

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



Источник: Bloomberg

Несмотря на слабые текущие данные, опережающие индикаторы сигнализируют о достижении дна и начале стабилизации. Анализ последних данных НСОВ PMI за август показывает переломный момент в экономике Еврозоны, где промышленность становится неожиданным драйвером роста, в то время как сектор услуг незначительно, но все же замедляется. Общий индекс деловой активности (Composite PMI) вырос до 51.0, что является 12-месячным максимумом. Ключевым фактором этого улучшения стало производство в обрабатывающей промышленности, показавшее самый быстрый рост за 41 месяц (субиндекс выпуска 52.5). Это сопровождалось первым с мая 2024 года ростом субиндекса новых заказов. Напротив, сектор услуг, ранее бывший локомотивом, показал замедление до 50.5, с почти стагнирующим спросом на услуги и продолжающимся падением экспортных заказов. Таким образом, «мягкие» данные за август рисуют картину ротации: ослабление в секторе услуг компенсируется сильным и неожиданным восстановлением в промышленности, что обеспечивает общую, хотя и очень хрупкую, стабилизацию экономики.

Таб. 1. Индекс деловой активности: услуги

Страна	май.24	июн.24	июл.24	авг.24	сен.24	окт.24	ноя.24	дек.24	январ.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25	июл.25	авг.25
Германия	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	49.7	50.6	49.3
Италия	54.2	53.7	51.7	51.4	50.5	52.4	49.2	50.7	50.4	53	52	52.9	53.2	52.1	52.3	51.5
Франция	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	49.6	48.5	49.8
Испания	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	51.9	55.1	53.2

Источник: Bloomberg

Таб. 2. Индекс деловой активности: промышленность

Страна	май.24	июн.24	июл.24	авг.24	сен.24	окт.24	ноя.24	дек.24	январ.25	фев.25	мар.25	апр.25	май.25	июн.25	июл.25	авг.25
Германия	45.4	43.5	43.2	42.4	40.6	43	43	42.5	45	46.5	48.3	48.4	48.3	49	49.1	49.8
Италия	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	48.4	49.8	50.4
Франция	46.4	45.4	44	43.9	44.6	44.5	43.1	41.9	45	45.8	48.5	48.7	49.8	48.1	48.2	50.4
Испания	54	52.3	51	50.5	53	54.5	53.1	53.3	50.9	49.7	49.5	48.1	50.5	51.4	51.9	54.3

Источник: Bloomberg

Актуальные «жесткие» данные за начало 3кв рисуют противоречивую картину, подчеркивая внутренние дисбалансы в экономике Еврозоны. С одной стороны, потребительский спрос демонстрирует признаки ослабления: объем розничных продаж в июле неожиданно сократился на -0.5% м/м по сравнению с июнем, что стало самым резким падением за последние месяцы и было обусловлено снижением продаж продуктов питания и автомобильного топлива. С другой стороны, рынок труда остается главным источником устойчивости: уровень безработицы в июле снизился до нового исторического минимума в 6.2%. В свою очередь, промышленный сектор остается слабым звеном, что подтверждается последними данными. В целом по Еврозоне промышленное производство в июне упало на -1.3% м/м, а обрабатывающая промышленность показала спад на -0.2% г/г. Однако более свежие данные по Германии за июль демонстрируют сильный позитивный сдвиг: промышленное производство выросло на 1.3% м/м, а обрабатывающая промышленность — на 2.3% г/г. Этот разворот в крупнейшей экономике ЕС дает надежду на улучшение общеевропейских показателей в 3кв, хотя и подчеркивает растущую неравномерность восстановления. Таким образом, «жесткая» статистика подтверждает, что рекордно низкая безработица служит ключевым буфером, который пока сдерживает экономику от спада на фоне ослабления потребления и сложной ситуации в промышленности.

Эта дивергенция между слабой «твердой» статистикой за 2кв и 3кв и улучшающимися «мягкими» опережающими индикаторами является центральной темой текущего момента. Она предполагает, что экономика находится в точке перегиба, где негативный импульс от первой половины года, возможно, уже исчерпывает себя, а позитивное влияние стабилизирующегося спроса и предстоящих фискальных стимулов начинает формировать основу для восстановления.

При этом экономический ландшафт Еврозоны становится все более неоднородным. Устойчивость экономик Испании (+0.7% кв/кв во 2 кв.) и Франции (+0.3% кв/кв) резко контрастирует со стагнацией или спадом в промышленно-ориентированных странах, таких как Германия и Италия (-0.3% кв/кв и -0.1% кв/кв соответственно). Эта дивергенция приобретает структурный характер, отражая различия в зависимости от глобального производственного цикла и масштабах внутренней фискальной поддержки. Ключевой среднесрочный риск заключается в том, что традиционный локомотив общеевропейского восстановления — промышленный сектор Германии — остается в состоянии застоя, что перекладывает всю нагрузку по поддержанию роста на внутренний спрос и государственные расходы, устойчивость которых в долгосрочной перспективе не гарантирована.

В условиях, когда частное потребление подавлено, а внешний спрос нестабилен, фискальная политика превращается в главный драйвер экономического роста Еврозоны, что полностью соответствует нашему предыдущему прогнозу. Этот тренд, который мы называли «Великим фискальным разворотом», теперь приобретает общеевропейские масштабы, делая ставку не на классическое стимулирование, а на целенаправленную промышленную политику через такие инициативы, как 2030 ReArm Europe/Readiness 2030² (до €800 млрд, включая кредитный механизм SAFE³ на €150 млрд, что составляет ~4.5% от ВВП всего

² ReArm Europe / Readiness 2030 — это новая стратегическая инициатива Европейского Союза, нацеленная на усиление оборонного потенциала и технологической независимости Европы в условиях растущих геополитических рисков.

³ 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.

Европейского Союза) и национальные программы, в частности специальный инфраструктурный фонд в Германии (€500 млрд, что составляет ~10% от ВВП Германии). Ожидается, что эти стратегические инвестиции в оборону, энергетику и цифровизацию начнут оказывать заметное влияние на экономику с 4кв 2025 года, создавая устойчивый спрос для тех самых лидеров, о которых мы писали ранее.

Однако, если в нашей прошлой публикации основной угрозой выглядела внешняя неопределенность, то теперь на первый план выходят внутренние политические риски. Политический кризис во Франции является ярким примером того, как нестабильность на национальном уровне может подорвать общеевропейскую стратегию: хотя замедление бюджетной консолидации может временно поддержать рост, сопутствующая неопределенность, вероятно, подавит инвестиционную активность и доверие. Таким образом, главный риск для восстановления смещается с внешних шоков на способность национальных правительств эффективно и своевременно реализовывать амбициозные фискальные планы.

Домохозяйства: осторожные кошельки и крепкие рабочие места

Наше мнение

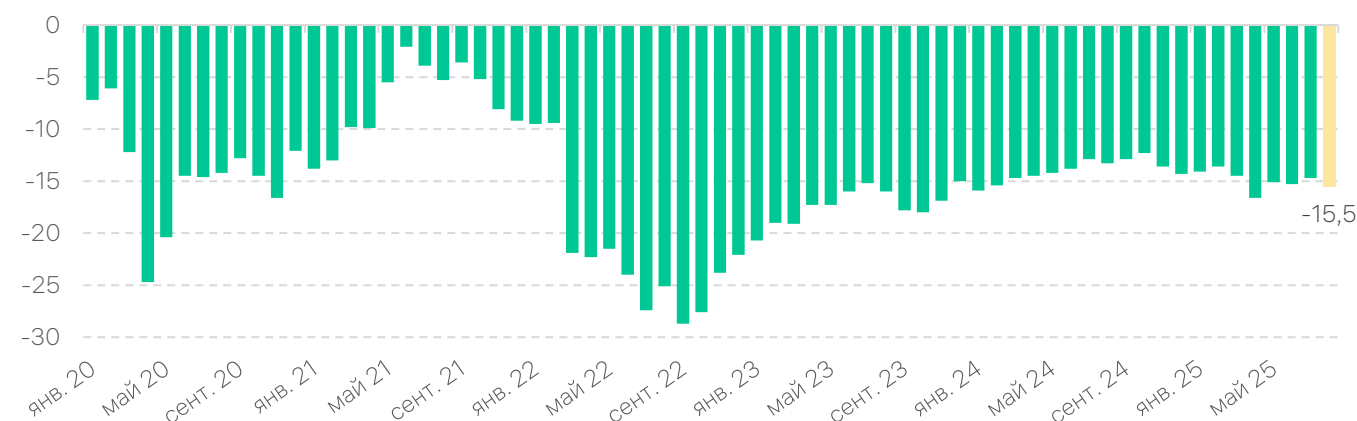
Потребительская активность в Еврозоне остается подавленной, несмотря на объективно сильные фундаментальные показатели для домохозяйств. Рекордно низкая безработица и уровень инфляции на уровне цели регулятора не транслируются в рост расходов из-за крайне низкой уверенности. Этот «разрыв» между финансовыми возможностями и потребительским поведением, вызванный макроэкономической и политической неопределенностью, является главным препятствием для восстановления внутреннего спроса.

Положение домохозяйств Еврозоны продолжает улучшаться благодаря устойчивому рынку труда и замедлению инфляции. Уровень безработицы в июле снизился до исторического минимума в 6.2%, а рост номинальных доходов остается стабильным. Одновременно инфляционное давление ослабло: общая инфляция в августе приблизилась к целевому уровню ЕЦБ, составив 2.05%, а уровень сбережений домохозяйств остается стабильным (15.2%), обеспечивая финансовую подушку безопасности.

Несмотря на эти позитивные факторы, потребители демонстрируют крайнюю осторожность. Индекс потребительской уверенности в августе вновь ухудшился, опустившись до -15.5 пункта (потребители стали заметно хуже оценивать свое будущее финансовое положение). Эта неуверенность имеет отражение и на расходах: объем розничных продаж в июле резко сократился на -0.5% м/м, показав самое сильное падение с 2023 года. Это подтверждает, что домохозяйства предпочитают направлять прирост реальных доходов на сбережения, а не на потребление.

Причина этого «разрыва в уверенности» кроется не столько в экономических, сколько в психологических факторах. Повышенная неопределенность, связанная с геополитическими рисками, торговой политикой США и внутривнутриполитической нестабильностью в ключевых странах, таких как Франция, заставляет потребителей вести себя более консервативно. Этот пессимизм разделяют и инвесторы, о чем свидетельствует резкое падение экономических индексов ZEW и Sentix в августе и сентябре. Для полноценного восстановления потребительской активности необходимо не только сохранение силы рынка труда, но и снижение общей неопределенности.

Рис. 2. Индекс потребительской уверенности (Еврозона)



Источник: Bloomberg

Рынок труда: устойчивость с признаками охлаждения

Наше мнение

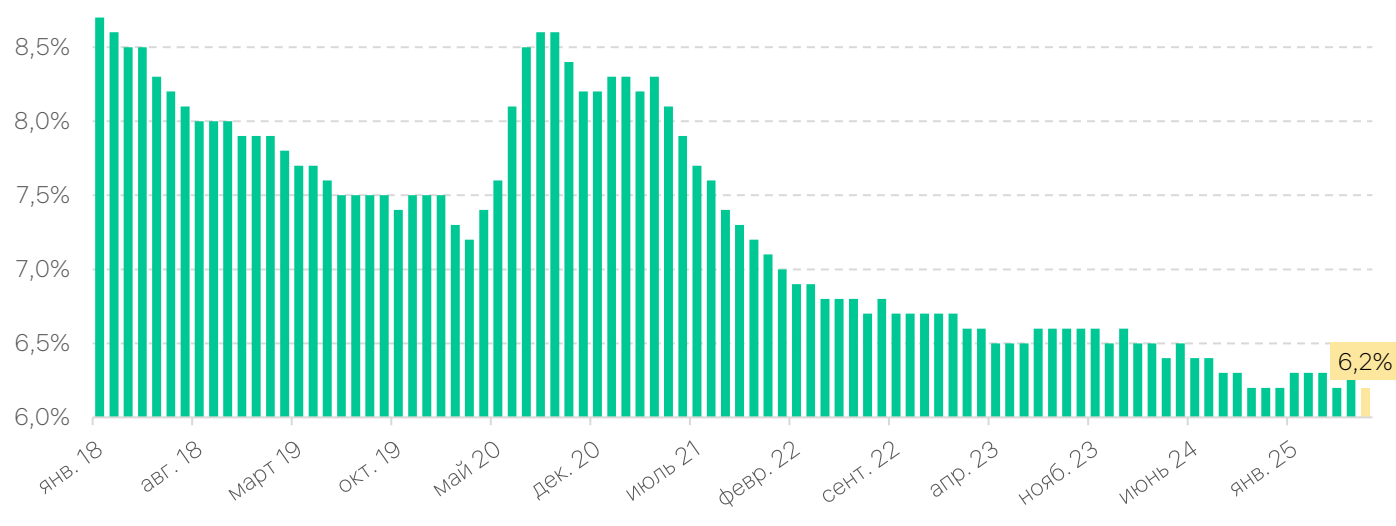
Рынок труда остается главным столпом, поддерживающим экономику Еврозоны от сползания в рецессию. Однако за сильными общими цифрами скрываются признаки охлаждения и растущая дивергенция между секторами. В то время как сфера услуг продолжает активно нанимать сотрудников, промышленность все еще сокращает рабочие места, что создает риски для долгосрочной устойчивости.

Рынок труда Еврозоны в третьем квартале 2025 года продолжает демонстрировать устойчивость. Уровень безработицы в июле второй раз в истории достиг исторического минимума, снизившись до 6.2%. Рост заработных плат остается стабильным, хотя и умеренно замедлился до диапазона 3.4% г/г по результатам 1кв по сравнению с 4.7% в 2024 году. С другой стороны, несмотря на общее замедление роста зарплат в начале года, более свежие данные по согласованным заработным платы (negotiated wages) во 2кв 2025 года показали неожиданное ускорение до 3.95% г/г в целом по Еврозоне, а в Германии этот же показатель достиг 5.8% г/г.

Доля вакантных рабочих мест во 2кв 2025 года снизилась до 2.3% с 2.6% годом ранее, что подтверждает тенденцию на постепенное ослабление спроса на новых сотрудников. Данные HCOB PMI за август подтверждают эту неоднородность: общий рост занятости был полностью обеспечен устойчивым наймом в секторе услуг, в то время как в производственном секторе сокращение рабочих мест продолжилось, хотя и самыми медленными темпами за последние 27 месяцев.

Этот рост занятости на фоне почти стагнирующей экономической активности вызывает беспокойство относительно снижения производительности труда — на этот риск прямо указывают экономисты Hamburg Commercial Bank. Падение производительности означает рост издержек на единицу продукции, что может создавать дополнительное инфляционное давление и осложнять задачу ЕЦБ. Таким образом, хотя рынок труда сейчас является источником силы, его внутренняя структура и динамика производительности требуют пристального внимания.

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



Источник: Bloomberg

Инфляция: затишье перед столкновением разнонаправленных сил

Наше мнение

Период однозначной дезинфляции в Еврозоне завершен. Текущая стабильность цен вблизи 2% г/г является обманчивой: хотя общая инфляция находится на целевом уровне, неожиданно устойчивая базовая инфляция, оказавшаяся выше прогнозов (2.27%), сигнализирует о наличии скрытого ценового давления. Этот сюрприз, обусловленный ростом цен на промышленные товары, меняет картину для ЕЦБ. Теперь регулятор находится в эпицентре затишья перед столкновением двух мощных сил: дезинфляционного влияния сильного евро и проинфляционного давления от масштабных фискальных стимулов. Именно эта неопределенность, а не комфортная стабильность, объясняет текущую выжидательную позицию ЕЦБ.

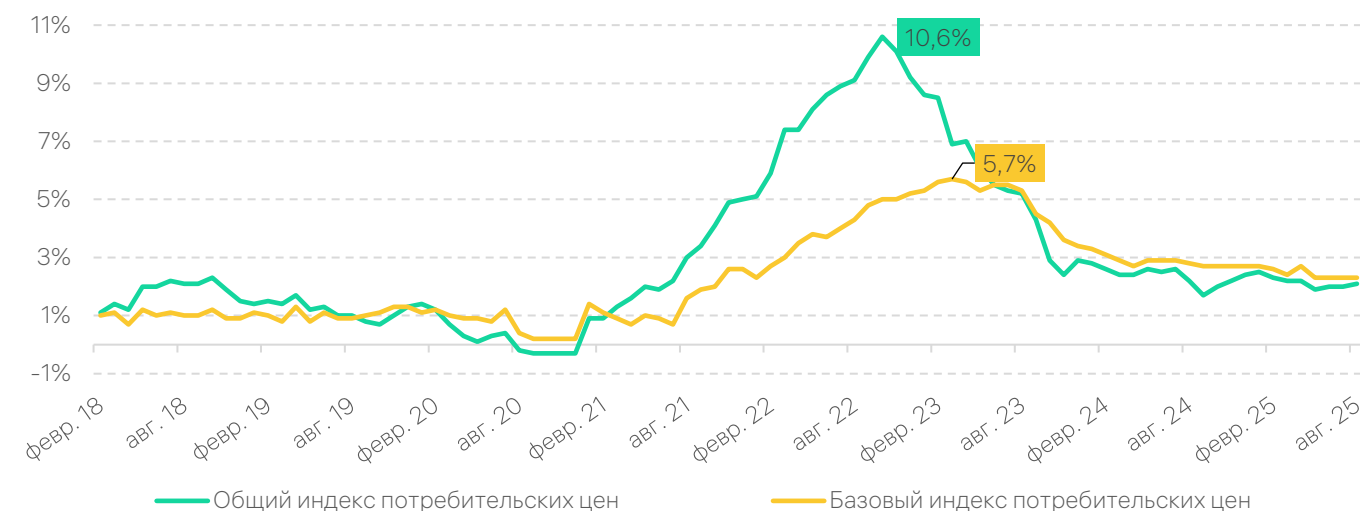
Процесс дезинфляции в Еврозоне в значительной степени завершен, и ценовая динамика стабилизировалась вблизи целевого показателя ЕЦБ. Согласно предварительной оценке, годовая инфляция (HICP) в августе 2025 года составила 2.05% г/г, незначительно увеличившись с 2.04% г/г в июле. Более важным сигналом стало то, что базовая инфляция (без учета цен на энергию и продовольствие) хоть и продолжила умеренное снижение до 2.27% (с 2.31% месяцем ранее), но оказалась заметно выше консенсус-прогноза (2.2%). Этот сюрприз был в первую очередь обусловлен более сильным, чем ожидалось, ростом цен на промышленные товары.

Анализ компонентов подтверждает эту картину. Инфляция в секторе услуг предсказуемо замедлилась до 3.10%, что отчасти отражает исчезновение временных искажений, связанных с эффектом поздней Пасхи. В то же время цены на неэнергетические промышленные товары показали рост на 0.78%, а дезинфляционное влияние энергоносителей ослабло (их стоимость снизилась на -1.89% г/г).

С учетом последних данных, прогноз инфляции на второе полугодие 2025 года выглядит следующим образом: общая инфляция, как ожидается, будет оставаться вблизи целевого уровня до конца года. Базовая инфляция, по прогнозам, составит 2.3% в 3 квартале и 2.1% в 4 квартале. Такая траектория является в целом комфортной для Европейского центрального банка, однако сюрприз в виде более устойчивой базовой инфляции укрепляет аргументы в пользу сохранения текущей денежно-кредитной политики без изменений.

Текущая стабильность цен маскирует противостояние двух мощных среднесрочных сил. С одной стороны, укрепление евро и перенаправление китайского экспорта в Европу создают понижательное давление на цены, что может привести к временному снижению инфляции ниже целевого уровня в 2026 году. С другой стороны, масштабные фискальные стимулы объемом более €800 млрд, направленные на оборону и инфраструктуру, неизбежно приведут к поглощению свободных мощностей и создадут локализованное давление на заработные платы и издержки в среднесрочной перспективе. Таким образом, ЕЦБ находится в эпицентре затишья перед потенциальным столкновением этих разнонаправленных сил, что и объясняет его текущую выжидательную позицию.

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



Источник: Bloomberg

Политика в действии: пауза ЕЦБ и фискальный разворот

Наше мнение

Произошел решительный сдвиг в экономическом ландшафте Еврозоны: монетарная политика взяла паузу, а фискальная — вышла на первый план. Предыдущие ожидания дальнейшего снижения ставки ЕЦБ более не актуальны; консенсус сместился к сохранению текущего уровня 2.00% до конца года. В этих условиях «Великий фискальный разворот» становится главным и, по сути, единственным драйвером роста, способным вытянуть экономику из стагнации. Однако его эффективность оказывается под угрозой из-за растущей политической дивергенции в самом сердце Европы. В то время как Германия демонстрирует стабильность и готовится к масштабным инвестициям, политический кризис во Франции создает серьезные риски для ее бюджетной устойчивости и может стать новым источником волатильности для всего региона.

Риторика и ожидания относительно дальнейших действий Европейского центрального банка кардинально изменились. Предыдущий базовый сценарий, предполагавший еще одно снижение ставки до 1.75%, более не является актуальным. Комментарии подавляющего большинства членов Совета управляющих ЕЦБ в августе и начале сентября указывают на твердый консенсус в пользу сохранения ставки на текущем уровне 2.00%. Этот переход к «ястребиной паузе» обусловлен стабилизацией инфляции вблизи целевого уровня и управляемыми последствиями торгового соглашения между ЕС и США. Высокопоставленные чиновники, такие как член Исполнительного совета Изабель Шнабель и президент Бундесбанка Йоахим Нагель, прямо заявили об отсутствии веских причин для корректировки политики. Таким образом, наш обновленный базовый сценарий предполагает, что ставка останется на уровне 2.00% до конца 2025 года.

На фоне паузы в монетарной политике фискальная экспансия становится определяющим драйвером роста. «Великий фискальный разворот», начавшийся в Германии, приобретает общеевропейский масштаб. Ключевые инициативы, такие как программа ReArm Europe/Readiness 2030 (до €800 млрд) и специальный инфраструктурный фонд в Германии (€500 млрд), формируют мощный источник спроса в стратегических секторах: обороне, «зеленой» энергетике и инфраструктуре. Ожидается, что эти меры станут мощным ускорителем роста, особенно начиная с 2026 года, создавая явных «победителей» среди секторов, ориентированных на государственные контракты.

Однако этот конструктивный фон омрачается внутривнутриполитической ситуацией во Франции, которая стала новым источником риска. Вотум недоверия правительству 8 сентября с высокой вероятностью приведет к его отставке и создаст серьезную политическую неопределенность. Это ставит под сомнение способность Франции сократить дефицит бюджета с 5.4% ВВП в 2025 году до целевых 4.6% в 2026-м; более реалистичный сценарий теперь предполагает дефицит на уровне 5.2%. Такое отклонение от курса приведет к дальнейшему росту долга и значительно повышает риск понижения кредитного рейтинга страны агентствами S&P и Fitch, которые уже присвоили Франции негативный прогноз. Возникает тревожная дивергенция: в то время как Германия демонстрирует стабильность и реализует масштабную инвестиционную программу, Франция сталкивается с политическим параличом, угрожающим ее фискальной устойчивости. Этот «франко-германский раскол» в стабильности может стать новым источником волатильности для всего региона.

Глобальный контекст: торговые реалии и структурный спрос на евро-активы

Наше мнение

Глобальный контекст создает для европейских активов противоречивую, но в конечном счете конструктивную картину. С одной стороны, торговая политика США превратилась в прямой вызов: постоянные тарифы и, что более важно, американский протекционизм (IRA) ограничивают потенциал экспортноориентированных отраслей. С другой стороны, та же самая геополитическая фрагментация создала мощный структурный попутный ветер — постепенную диверсификацию мировых резервов. Этот тренд формирует спрос на евро-активы со стороны глобальных инвесторов, что подтверждается рекордным притоком в европейские ETF. Таким образом, негативный эффект от торговых ограничений в значительной степени компенсируется новым статусом Европы как бенефициара с точки зрения диверсификации.

Торговая политика: новая нормальность в отношениях с США

Внешние риски, связанные с торговой политикой США, трансформировались: острая фаза неопределенности сменилась хроническим давлением на европейскую экономику. Торговое соглашение между ЕС и США закрепило введение тарифов на уровне около 15%, что, по оценкам, создает прямой негативный эффект на ВВП. Хотя данный исход оказался лучше пессимистичных сценариев тотальной торговой войны и, как отметили в ЕЦБ, снизил уровень общей неопределенности, он не решает фундаментальных проблем. Более того, соглашение не затрагивает ключевой долгосрочный вызов — американскую промышленную политику (в частности, Inflation Reduction Act), которая стимулирует перенос производства в США и создает угрозу конкурентоспособности европейских компаний в стратегических «зеленых» отраслях. Таким образом, хотя рынки и адаптировались к «новой нормальности» управляемых тарифов, эта нормальность сопряжена с постоянными экономическими издержками и новыми структурными вызовами со стороны американского протекционизма.

Потоки капитала: евро как бенефициар дедолларизации

На фоне растущей геополитической напряженности ускоряется структурный процесс — постепенная диверсификация мировых резервов и снижение доли доллара США. Этот тренд, который аналитики называли «Король-доллар размышляет об отречении» («King Dollar mulls abdication»), побуждает центральные банки и суверенные фонды искать альтернативы для повышения устойчивости своих активов.

В этом процессе евро выступает одной из ключевых и наиболее надежных альтернатив. Этому способствуют расширение единого долгового рынка ЕС, институциональные реформы и перспективы создания оборонного союза, что повышает стратегический вес валюты. Этот структурный сдвиг формирует устойчивый, долгосрочный приток капитала в европейские активы, что подтверждается фактическими данными: в первом квартале 2025 года приток инвестиций в европейские ETF со стороны американских инвесторов достиг рекордных \$10.6 млрд. Это был первый квартал чистого притока после длительного периода оттока средств, что свидетельствует о начавшемся изменении в предпочтениях глобальных инвесторов.

Важно понимать, что речь идет не о замене доллара, чьи позиции остаются доминирующими благодаря непревзойденной ликвидности рынков США, а о переходе к более многополярной валютной системе. Тем не менее, этот постоянный спрос на евро-активы со стороны глобальных инвесторов обеспечивает мощную фундаментальную поддержку их оценкам, позволяя им сохранять привлекательность даже в условиях умеренного экономического роста.

От макроэкономики к стратегии: стратегия «штанги»⁴

Наше мнение

Макроэкономическая картина — стагнация ВВП, пауза ЕЦБ и внешнее давление — делает ставку на широкий европейский рынок малоэффективной. Ключ к успеху лежит в игнорировании средних показателей и фокусе на компаниях-бенефициарах двух мощных внутренних трендов: «Великого фискального разворота» и структурного притока капитала из-за диверсификации мировых резервов. Европейские акции остаются фундаментально недооцененными по сравнению с США, и именно эти внутренние драйверы могут стать катализатором для сокращения этого дисконта, даже при слабом общем росте.

Оптимальная логика в текущих условиях — стратегия «штанги»: сочетание бенефициаров фискальной политики и устойчивых внутренних чемпионов позволяет одновременно хеджировать риски замедления и участвовать в точках роста, превращая идеи в цельную архитектуру портфеля.

- Один конец штанги: компании, являющиеся прямыми бенефициарами фискальной политики — оборонка, инфраструктура, зелёная энергетика. Их денежные потоки изолированы от экономического цикла и напрямую зависят от госзаказов. Это ставка на политические решения, а не на макроэкономику.
- Другой конец штанги: «устойчивые внутренние чемпионы» — например, испанские банки. Это селективная ставка на сегменты европейской экономики, демонстрирующие структурную устойчивость и ориентированные на внутренний спрос в более сильных регионах (как Испания). Такой подход снижает зависимость от слабости промышленного ядра (Германия) и глобальных торговых рисков.

Бенефициары «Великого фискального разворота»

Этот тренд создает наиболее предсказуемые и изолированные от экономического цикла денежные потоки. Примерами компаний, чьи бизнес-модели напрямую связаны с этим трендом, являются оборонные подрядчики, такие как Rheinmetall (Германия), BAE Systems (Великобритания) и Thales (Франция), и лидеры в сфере инфраструктуры и строительства, включая Vinci (Франция) и Heidelberg Materials (Германия). Рекордный портфель заказов Rheinmetall является ярким подтверждением устойчивости этой модели.

Энергетическая безопасность

Долгосрочный инвестиционный цикл, связанный с модернизацией сетей и переходом на возобновляемые источники энергии, ускоряется на фоне стремления ЕС к энергонеzáвисимости. В рамках этой темы выделяются бизнес-модели компаний коммунального сектора, отвечающие за модернизацию сетей, например, Iberdrola (Испания), Enel (Италия) и SSE (Великобритания).

Стратегическая автономия и цифровизация

Фискальные программы ЕС делают особый акцент на технологическом суверенитете и цифровой трансформации промышленности. Этот тренд поддерживает лидеров промышленной автоматизации, таких как Siemens (Германия) и Schneider Electric (Франция), а также критически важные для технологической независимости Европы компании в секторе полупроводников — например, ASML (Нидерланды) и Infineon (Германия).

Устойчивые внутренние чемпионы

В условиях слабого потребителя и «двухскоростной» Европы можно выделить бизнес-модели, ориентированные на локальные рынки в более сильных регионах. Примерами служат банки в сильных экономиках, такие как CaixaBank (Испания), выигрывающий от устойчивости своего домашнего рынка. В целом, банковский сектор, включая такие компании как BNP Paribas и Intesa Sanpaolo, демонстрирует стабильность, но пауза ЕЦБ ограничивает потенциал роста маржинальности по сравнению с другими темами.

⁴ 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.

Рынок облигаций

Наше мнение

Во второй половине лета доходности по всей кривой свопов в евро возобновили рост, чему способствовали негативная динамика на рынках гособлигаций, крупные объёмы нового предложения и опасения по поводу влияния пенсионной реформы в Нидерландах на спрос на долгосрочные бумаги. Рынок также спокойно воспринял введение 15% пошлин США, избежав повторения весенней распродажи риск-активов, а во Франции политический кризис вызвал расширение спреда между 10-летними нотами Франции и Германии (OAT-Bund) до 75–80 бп. Мы считаем, что недавний рост доходностей отражает чрезмерный оптимизм относительно фискальных стимулов и недооценку последствий торговых барьеров, тогда как риски роста премии за срок в еврозоне ограничены. В этих условиях мы сохраняем положительный взгляд на средний и 10-летний сегменты кривой с потенциалом снижения доходностей на 20–30 бп до конца года, нейтральный подход к дальнему сегменту, а также видим возможность сужения спредов OAT-Bund после формирования нового правительства во Франции.

Во второй половине лета спреды корпоративных облигаций продолжили сужение: по IG – на 9 бп до 71 бп, по HY – на 21 бп до 290 бп. Мы сохраняем нейтральный взгляд на EUR IG, учитывая сильные фундаментальные показатели эмитентов, положительную динамику кредитных рейтингов и меньшую чувствительность к тарифным рискам, но видим ограниченный потенциал дальнейшего сужения спредов за пределы внутригодовых минимумов. По HY бумагам наш подход остаётся осторожным: текущие уровни спредов находятся лишь на 24-м процентиле с 2011 года (в сравнении с 52-м процентилем EUR IG), при этом среди эмитентов фиксируется чистое ухудшение рейтингов, а чувствительность к тарифам выше, чем у IG. Однако мы принимаем во внимание сложившийся на рынке оптимизм и пересматриваем прогноз по спредам HY на конец года до 320–330 бп (с 350–370 бп), что подразумевает расширение на 30–40 бп от текущих уровней, с потенциальными катализаторами в виде ухудшения отчётностей или снижения аппетита к риску.

Анализ кривой свопов в евро

Во время нашей последней публикации в конце июня мы отмечали привлекательность дальнего сегмента кривой свопов в евро (20+ лет), так как он являлся единственным участком, который не восстановился после распродажи в начале марта на фоне анонсированного пакета фискальных реформ в Германии. Мы считали, что доходности по дальнему сегменту имели перспективу для снижения на фоне ожидаемого нами сохранения слабых темпов роста экономики Еврозоны во второй половине года, потенциального негативного влияния пошлин США и тренда на де-долларизацию.

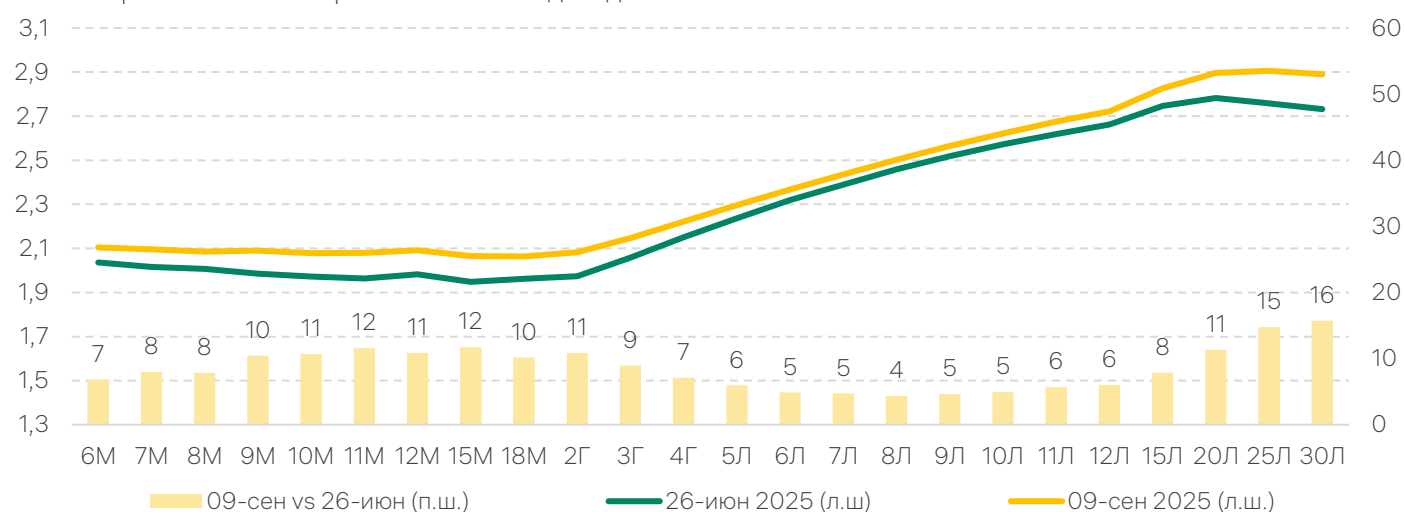
Однако вторая половина лета не оправдала наших краткосрочных прогнозов и доходности по всей кривой, наоборот, вернулись к росту. Основная часть роста от уровней, наблюдавшихся в конце июня, пришлась на первую половину июля и была связана с рядом факторов: 1) общая негативная динамика на рынках государственных облигаций в развитых странах; 2) большой объём нового предложения государственных облигаций на местном рынке; 3) опасения по поводу влияния пенсионной реформы в Нидерландах, которая предполагает переход от гарантированных выплат к индивидуальным накопительным счетам, на спрос на бумаги дальнего сегмента кривой. Это связано с тем, что пенсионные фонды, действующие по модели гарантированных выплат, используют долгосрочные облигации для хеджирования своих долгосрочных обязательств. Переход на модель индивидуальных накопительных счетов снимает ответственность за итоговую сумму выплат со спонсоров пенсионных планов и перекладывает риски на самих работников, что, в свою очередь, снижает спрос на хеджирующие активы, такие как долгосрочные бумаги с фиксированным доходом, способствуя росту доходностей по ним.

Рынок также не продемонстрировал значительной реакции на итоговую тарифную ставку в 15% на товары, импортируемые в США из Евросоюза. Такая динамика сопоставима с реакцией других активов на вступившие в силу в начале августа «зеркальные» тарифы США. В отличие от первой недели апреля, инвесторы имели более оптимистичный взгляд на влияние новой торговой политики США, что позволило избежать «распродажи» риск-активов с последующим перетоком в более безопасные инструменты, такие как ценные бумаги.

Наконец, стоит упомянуть и очередной кризис в правительстве Франции, который привёл к отставке премьер-министра Франсуа Байру и его кабинета. Причиной для ухода Байру стало недовольство выдвинутой им программой по сокращению государственных расходов, включающей, вместе с другими изменениями, сокращение расходов на пенсии и отмену двух праздничных дней. Такие меры, как ожидалось, должны были

помочь сократить бюджетный дефицит с 5.8% до 4.6% от ВВП. Неожиданное объявление премьером 25 августа о проведении вотума доверия 8 сентября сопровождалось расширением спредов между доходностями 10-летних нот Франции и Германии на 10 бп от внутригодовых минимумов в 65-70 бп до диапазона в 75-80 бп в начале сентября.

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



Источник: Bloomberg

Рис. 6. Спред между 10-летними нотами Франции и Германии



Однако, мы продолжаем считать, что в краткосрочной перспективе доходности всё ещё сохраняют потенциал для снижения. По нашему мнению, недавний рост доходностей отражает излишний оптимизм касательно сроков проявления положительного эффекта от фискальных стимулов в Германии и недооценивает негативный эффект от 15% пошлин на продукцию, экспортируемую в США, а риски роста премии за срок в Еврозоне гораздо ниже, чем, например, в США. В связи с этим, мы имеем положительный взгляд на средний сегмент кривой и на 10-летний участок дальнего сегмента с перспективой снижения доходностей на 20-30 бп к концу года, что подразумевает диапазон доходности в 2.05%-2.15% для 5-летнего участка и 2.25%-2.35% для 10-летнего участка кривой свопов в евро к концу года.

Мы также всё-ещё видим перспективу снижения доходностей на дальнем сегменте кривой на 25-35 бп, хотя мы и признаём, что этого может не произойти, если участники рынка продолжат сохранять оптимизм касательно фискальных стимулов и масштабов негативного влияния тарифов. В поддержку более высоким доходностям также может выступить и пенсионная реформа в Нидерландах. Как отмечают в JPMorgan основной негативный эффект от её изменений придётся именно на рынок свопов, так как свопы играют наиболее активную роль в качестве инструмента для хеджирования процентных рисков пенсионными фондами. Что касается выпусков государственных облигаций, то здесь эффект пенсионной реформы может быть гораздо менее значителен. В долгосрочной перспективе мы действительно можем увидеть сокращение спроса на новые выпуски государственных облигаций, однако риски того, что в ближайшее время рынок столкнётся с повышенными объёмами предложения за счёт продажи существующих выпусков пенсионными фондами довольно низки. Так, по

мнению JPMorgan, долгосрочные выпуски государственных облигаций, преимущественно, используются в качестве активов, генерирующих процентный доход, нежели для хеджей процентных рисков, что сокращает вероятность необходимости их продажи. В связи с этим, наш взгляд на дальний сегмент кривой свопов нейтральный.

Наконец, мы хотели бы подчеркнуть потенциальную привлекательность французских гособлигаций после расширения их спредов относительно немецких Бундов. Хотя и в краткосрочной перспективе спреды по 10-летним нотам могут сохраниться в диапазоне 75-85 бп, мы можем увидеть их сужение ближе к диапазону, наблюдавшемуся в середине лета, по мере формирования нового правительства и финализации бюджета на 2026 год. С другой стороны, существует и риск их дальнейшего расширения ближе к отметке в 90 бп, если политическая нестабильность сохранится. Это уже наблюдалось в январе 2025 года на фоне разногласий по бюджету на 2025 год.

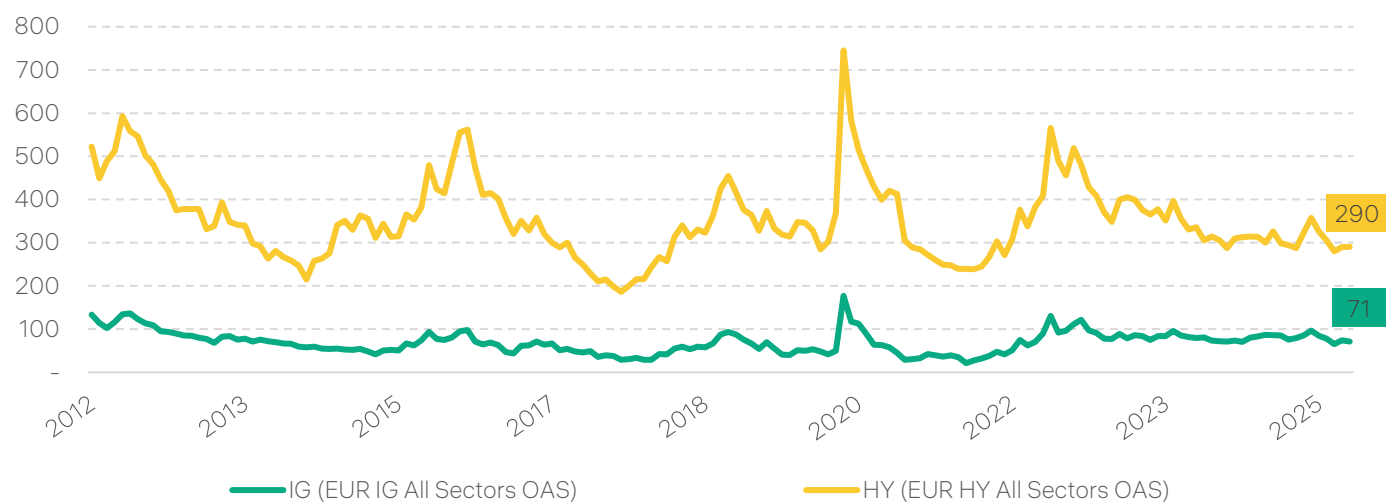
Корпоративные облигации

Спреды корпоративных облигаций продолжили тренд сужения во второй половине лета. В частности, спреды по облигациям инвестиционного уровня (IG) сузились на 9 бп до отметки в 71 бп, а по высокодоходным бумагам (HY) – на 21 бп до отметки в 290 бп. Таким образом, в относительном выражении, IG бумаги продемонстрировали более впечатляющую динамику с сужением спредов на 11.3%, против 6.5% у HY бумаг. В целом, рост корпоративных бумаг соответствовал позитивной динамике риск-активов и, подобно суверенным облигациям и свопам, не отразил потенциального негативного эффекта от введенных США тарифов. Однако, озвученные в предыдущих работах драйверы, по нашему мнению, остаются актуальными, в связи чем наш взгляд на кредитный риск облигаций в евро и его обоснование остаются, преимущественно, неизменными.

Спреды по IG-облигациям сузились на 14 бп с начала года и сейчас находятся на отметке в 71 бп. Минимальным же значением в течение года является 65 бп, которое было достигнуто в начале года. В настоящий момент мы не видим значительных оснований для их дальнейшего сужения за пределы внутригодовых минимумов на фоне сохраняющихся рисков негативного влияния торговой политики США, а также ожидаемых нами всё-ещё сдержанных темпов роста экономики в 3-4 квартале. Однако с другой стороны, фундаментальные показатели европейских эмитентов остаются сильными, что подтверждается положительной динамикой кредитных рейтингов среди бумаг данного класса. Так, по данным JPMorgan, во втором квартале 6% выпусков в обращении получили повышение кредитных рейтингов, против лишь 2.7%, получивших понижение. Также, несмотря на упомянутую выше перспективу негативного влияния тарифов на экспорт в США, IG-эмитенты менее чувствительны к ним в сравнении с HY компаниями. Как мы уже писали в предыдущей работе, этот тезис подтверждается тем фактом, что весеннее расширение спредов по IG-бумагам было заметно меньше, чем у HY. Наконец, мы вновь повторяем, что IG эмитенты продолжают выигрывать от более низких цен на энергоносители в регионе. В этих условиях мы сохраняем нейтральный взгляд на EUR IG и продолжаем отдавать предпочтение эмитентам из нециклических секторов с минимальной экспозицией на экспорт в США как элементу хеджирования негативного влияния тарифов.

Мы сохраняем осторожный подход к облигациям HY-эмитентов, несмотря на наблюдавшийся во второй половине лета оптимизм на рынке риск-активов. Как отмечалось выше, спреды по этим бумагам сузились на 21 бп с момента нашей прошлой публикации и на 8 бп с начала года, что соответствует 24-му процентилю с 2011 года (против 52-го процентиля для IG). В отличие от IG-сегмента, среди нефинансовых HY-компаний наблюдается чистое ухудшение кредитных рейтингов: понижения затронули 3.2% выпусков. В сочетании с более выраженным негативным влиянием тарифов на HY-компании это повышает вероятность расширения спредов с текущих уровней и не позволяет нам наращивать экспозицию. В то же время мы признаём, что наш предыдущий прогноз по целевому диапазону спредов на конец года оказался чрезмерно консервативным в условиях сохраняющегося рыночного оптимизма. Мы пересматриваем его до 320–330 бп (с 350–370 бп), что подразумевает расширение на 30–40 бп от текущих уровней. Потенциальными катализаторами могут стать первые признаки негативного влияния тарифов на результаты компаний в ходе сезона отчётностей или ухудшение настроений на рынке риск-активов.

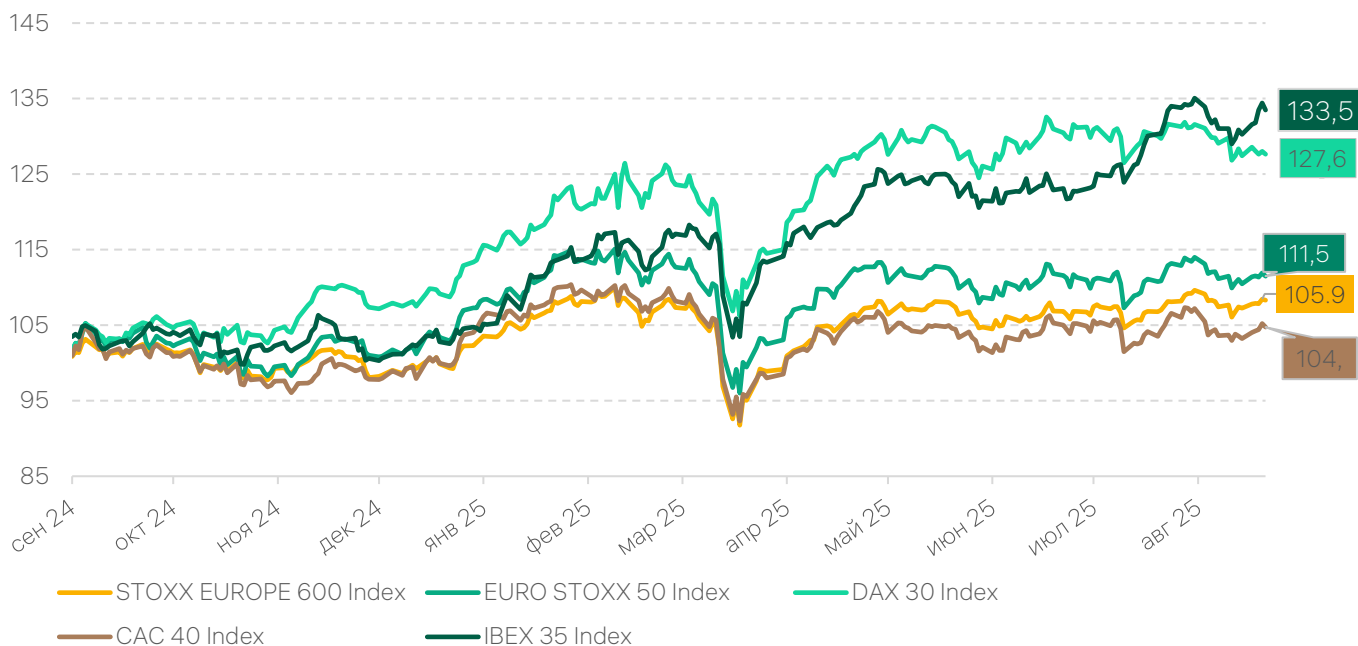
Рис. 7. Динамика кредитных спредов по облигациям, деноминированным в евро



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	4 255	2.38%	7.88%	17.83%	14.76%	4 258	3 156
США							
Dow Jones Industrial Average	46 108	3.71%	7.31%	12.19%	8.38%	46 137	36 612
S&P 500 Index	6 587	2.20%	8.97%	17.72%	12.00%	6 593	4 835
NASDAQ Composite Index	22 043	1.67%	12.11%	25.46%	14.15%	22 060	14 784
Европа							
MSCI Euro Index	1 746	0.63%	1.02%	11.94%	11.13%	1 784	1 465
EURO STOXX 50 Price EUR	5 367	0.58%	0.11%	11.48%	9.62%	5 568	4 540
STOXX Europe 600 Price Index EUR	555	1.24%	0.88%	8.32%	9.27%	565	464
Deutsche Boerse AG German Stock I006Edex DAX	23 640	-1.60%	-0.55%	27.65%	18.74%	24 639	18 382
CAC 40 Index	7 786	0.43%	0.27%	4.73%	5.50%	8 258	6 764
IBEX 35 Index	15 226	2.47%	8.07%	33.56%	31.32%	15 444	11 295
FTSE MIB Index	42 376	1.05%	6.08%	26.67%	23.96%	43 564	31 946

Источник: Bloomberg

Приложение 3. Рыночные данные, облигации

Индексы облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
IBOXX⁵							
IBOXX Euro Overall Total Return Index	227	0.48%	-0.07%	1.57%	1.16%	228	220
IBOXX Euro Corporates Overall Total Return Index	241	0.44%	0.79%	4.22%	2.71%	241	231

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	217	0.37%	0.50%	2.73%	2.11%	218	211
IBOXX Euro Non-Financials Overall Total Return Index	245	0.44%	0.70%	3.84%	2.40%	245	236
IBOXX Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return Index	228	0.51%	-0.50%	0.62%	0.56%	231	221
IBOXX Euro Overall 1-3 Total Return Index	185	0.18%	0.44%	3.26%	2.11%	186	180
IBOXX Euro Overall 3-5 Total Return Index	218	0.36%	0.47%	3.41%	2.51%	218	211
IBOXX Euro Overall 5-7 Total Return Index	247	0.53%	0.46%	3.10%	2.49%	247	237
IBOXX Euro Overall 7-10 Total Return Index	261	0.72%	0.21%	1.88%	1.88%	262	251
IBOXX Euro Overall 10+ Total Return Index	274	0.75%	-1.85%	-3.63%	-2.85%	294	264
ITRAXX ⁶							
EDP SA	45	-3.32%	-16.43%	-	-16.73%	80	45
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/29	92	-1.62%	-12.58%	-17.82%	-18.31%	169	91
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/29	54	-0.90%	-10.77%	-14.63%	-15.20%	96	53

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	1.1735	0.51%	1.30%	5.97%	13.34%	1.1829	1.0141
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1.3561	0.45%	-0.38%	3.33%	8.35%	1.3789	1.2100
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0.7964	1.27%	1.73%	6.88%	13.94%	0.9201	0.7872

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	4.03%	4.29%	4.36%	3.67%	4.57%	4.81%	3.60%
UK Gilts 10 Yr	4.63%	4.63%	4.48%	3.78%	4.57%	4.92%	3.73%
GERMANY GOVT BND 10 YR DBR	2.69%	2.74%	2.48%	2.15%	2.37%	2.94%	2.01%
France Govt Oats Btan 10 Yr Oat	3.48%	3.41%	3.18%	2.85%	3.20%	3.63%	2.78%
Italy Generic Govt 10Y Yield	3.49%	3.53%	3.41%	3.54%	3.52%	4.05%	3.16%
Spain Generic Govt 10Y Yield	3.26%	3.30%	3.08%	2.96%	3.06%	3.55%	2.73%

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 групп компаний

Группа компаний	Тикер	Эмитент	Капитализация, € млрд	TTM (P/E)	Доходность с начала года ⁷
Бенефициары «Великого фискального разворота»	BSPA	BAE SYSTEMS PLC -SPON ADR	67.61	30.01	68.70%
	RHM	RHEINMETALL AG	86.60	97.47	207.86%
	HO	THALES SA	50.99	48.62	80.58%
	DG	VINCI SA	68.78	14.00	22.02%
	HEI	HEIDELBERG MATERIALS AG	36.54	19.70	74.70%
Энергетическая безопасность	ENEL	ENEL SPA	79.84	12.81	21.54%
	IBE	IBERDROLA SA	104.49	19.74	22.77%
	SSE	SSE PLC	18.41	15.39	7.53%
Стратегическая автономия и цифровизация	SIE	SIEMENS AG-REG	182.44	22.78	23.74%
	SU	SCHNEIDER ELECTRIC SE	133.03	30.43	-2.62%
	ASML	ASML HOLDING NV	270.76	28.61	2.09%
	IFX	INFINEON TECHNOLOGIES AG	41.40	36.21	1.89%
Устойчивые внутренние чемпионы	BNP	BNP PARIBAS	89.11	7.83	41.32%
	CABK	CAIXABANK SA	61.89	10.19	74.12%
	ISP	INTESA SANPAOLO	97.08	10.66	46.13%

Источник: Bloomberg

⁷ Без учета дивидендных выплат.

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».

© 2025 г., 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