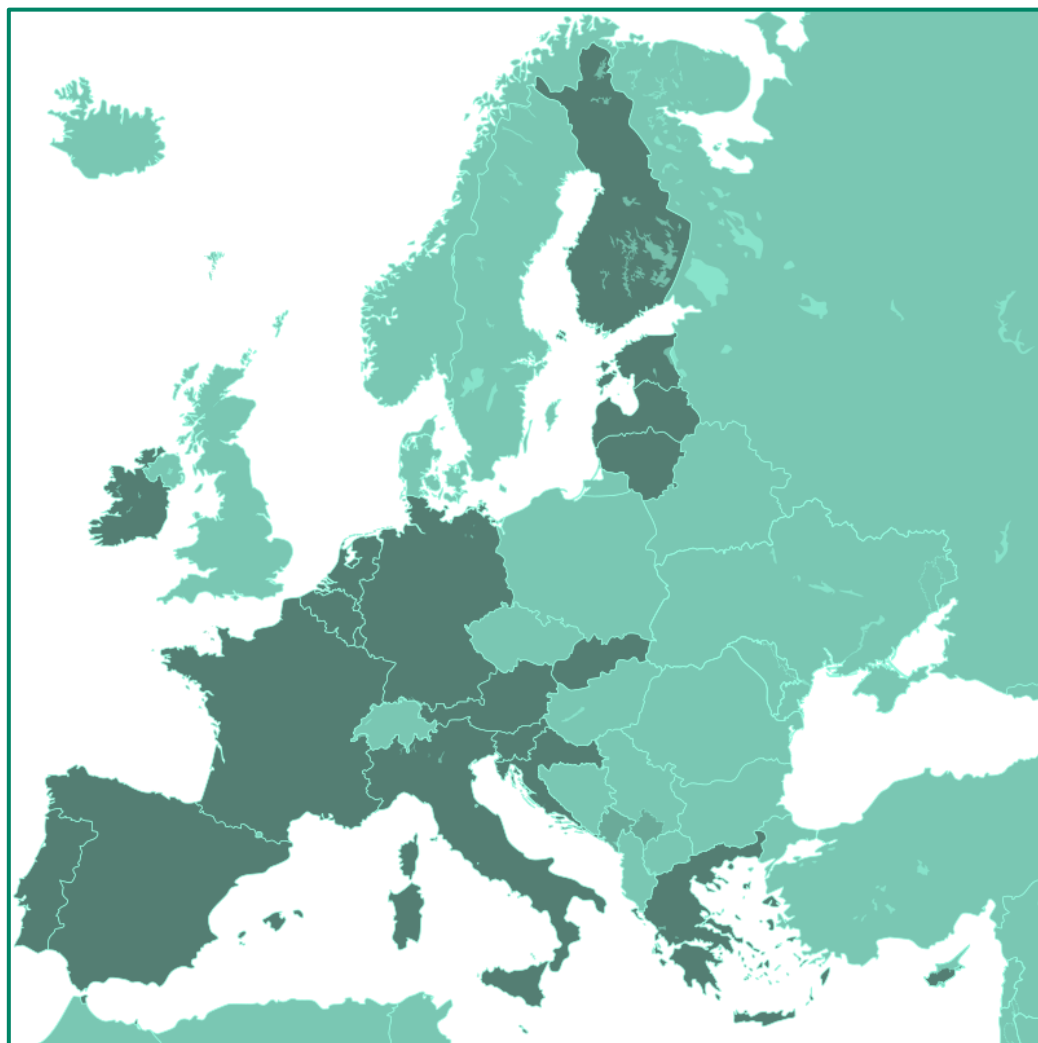


Стратегия инвестирования в Еврозоне

Тенденции, тренды и перспективы



Александр Шмыров
Заместитель Директора Департамента Торговых Идей
Кыстаубаев Куаныш
Главный аналитик рынка долговых инструментов
Август 2024 года

Наше мнение

Прогнозы для Еврозоны: Снижение темпов экономического роста.

Экономика региона, простимулированная спросом из других стран, смогла продемонстрировать небольшой рост на уровне 0.3% кв/кв по сравнению с (0.1%) по результатам предыдущего. Это было самым сильным результатом начиная с третьего квартала 2022 года. При рассмотрении экономических перспектив Еврозоны мы придерживаемся осторожного подхода, учитывая потенциальные риски, изложенные в данном отчете. Европейские PMI стали демонстрировать замедление. Соответственно, наиболее вероятен сценарий снижения темпов экономического роста в третьем и четвертом кварталах, сопровождаемый замедлением роста реальных располагаемых доходов населения, а также смягчением потребительских настроений, что может положительно влиять на замедление темпов инфляции. Однако мы признаем, что устойчивость данного показателя в услугах требует пристального внимания. Помимо прочего, наиболее вероятен сценарий ужесточения тарифного регулирования, аналогичного тому, что мы видели во время президентства Дональда Трампа, что имело негативное влияние на темпы экономической экспансии региона. Напомним, что в период 2018–2019 годов темпы роста экономики замедлились с 0.8% кв/кв (среднее значение за 2017 год) до 0.3% кв/кв. Исходя из текущих заявлений подобная политика будет усилена.

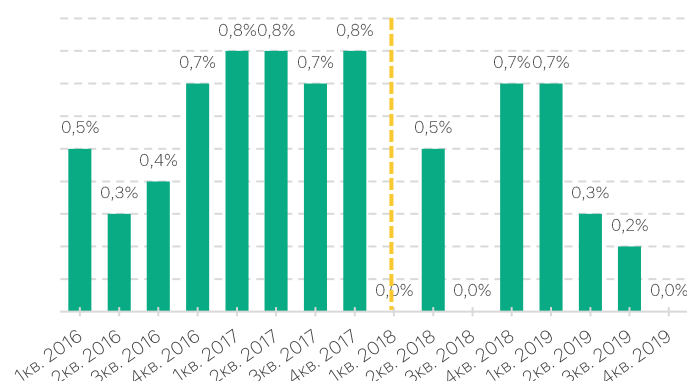
ЕЦБ: Перспектива снижения процентной ставки.

Снижение процентных ставок, начавшееся во втором квартале текущего года, как мы ожидаем, может продолжиться во второй половине года. Мы ожидаем 2 снижения ставки начиная с осени текущего года. Наиболее вероятно, что Европейский центральный банк приступит к данному процессу уже в сентябре 2024 года, если публикуемые данные будут обнадеживать регулятора. Если же говорить о ближайшей перспективе, то решение ЕЦБ о сокращении ставки в июле вызывает разногласия среди членов банка по данному вопросу. Представители регулятора высказывают осторожность в своих заявлениях, подчеркивая важность дополнительной информации для принятия решения. Новые шаги по смягчению ДКП не рассматриваются до получения обнадеживающих данных.

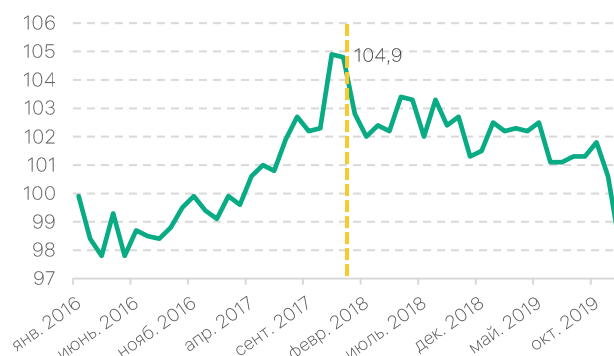
Поиск стабильности: Приоритетные сектора для инвестирования в условиях экономической неопределенности.

Исходя из представленного макроэкономического сценария, наибольший интерес представляют качественные имена. Главное внимание мы отдаем таким секторам, как сектор коммунальных услуг, здравоохранения, потребительских товаров повседневного спроса и оборонной промышленности. Также следует отметить, что первые два сектора будут выступать в качестве бенефициаров от вероятного усиления тарифного давления. Это подтверждается также расчетами Goldman Sachs – коэффициент бета прибыли данных секторов относительно ВВП Европы является наименьшим. Это означает, что их финансовые результаты слабо коррелируют с колебаниями ВВП. Также отдельное внимание стоит уделить компаниям, входящим в список «GRANOLAS»¹. Их мы выделяем, так как в случае роста неопределенности торговой и экономической политики (TPU² и EPU³), корпорации, представленные в данном концепте, выступают бенефициарами от усиления описываемых трендов, так как имеют наиболее высокую корреляцию с ними. Однако учитывая их текущие высокие оценки, мы предлагаем использовать коррекции для добавления их в портфель. Также как и в США мы считаем правильным аллоцировать часть портфеля в отрасли программного обеспечения и полупроводниковой промышленности, которая последнее время привлекает все больше внимания инвесторов на фоне популяризации Искусственного Интеллекта (ИИ).

Темпы роста ВВП (кв/кв)



Индекс промышленного производства Еврозоны за исключением строительства⁴



Источник: Bloomberg

Начало политики «Америка повышает все»

¹ Термин «GRANOLAS» был введен Goldman Sachs для обозначения группы из 11 крупнейших европейских компаний (аналог «Magnificent 7»). В данный список входят компании: GSK, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oréal, LVMH, AstraZeneca, SAP и Sanofi.

² Trade Policy Uncertainty (TPU) – это экономическая концепция, описывающая степень непредсказуемости и неопределенности, связанная с будущими изменениями в торговой политике, такими как тарифы, пошлины, торговые соглашения и регуляторные правила и другие важные решения.

³ Economic Policy Uncertainty (EPU) – это экономическая концепция, которая описывает степень неопределенности, связанная с будущей экономической политикой, такой как налогообложение, регулирование, государственные расходы и другие важные экономические решения.

Оглавление

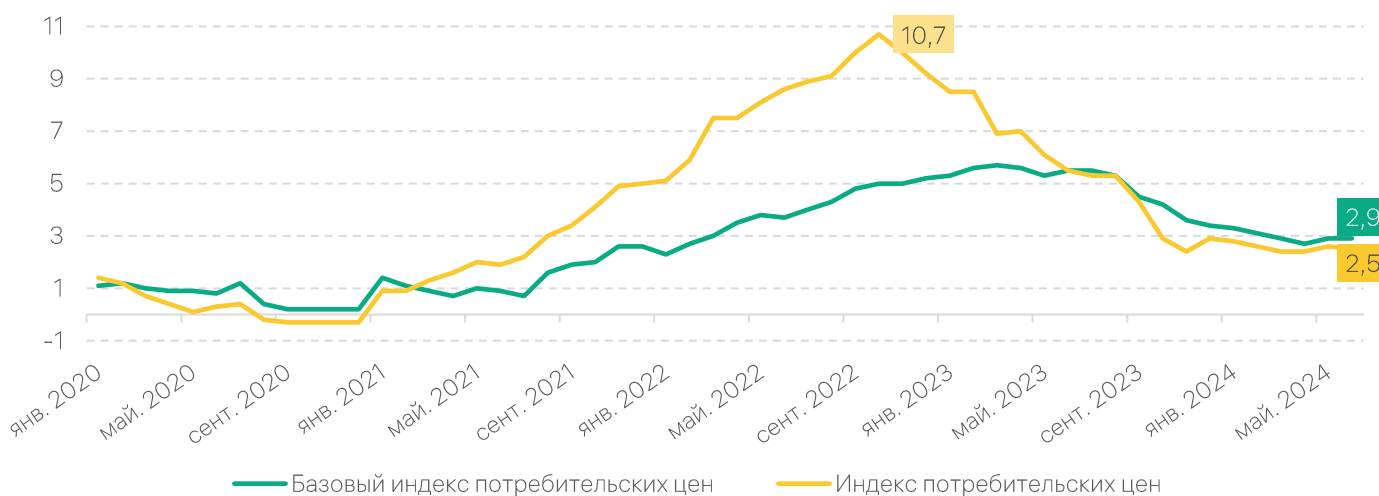
Динамика инфляции в Еврозоне: разбор компонентов индекса	4
Экономические вызовы: угрозы текущего восстановления экономики Еврозоны	5
Потенциальное усиление торговых войн и их влияние на макроэкономические условия	5
Туризм как катализатор экономического роста региона	5
Корпоративный сектор	6
Рынок труда и потребительские настроения: вызовы для экономической экспансии	7
Ставка ЕЦБ: наши ожидания и риски на пути к целевым показателям.....	7
Стратегия инвестирования в Еврозоне	9
Описание текущей ситуации в отобранных секторах и оценка рисков.....	9
GRANOLAS.....	9
Сектор коммунальных услуг	9
Отрасль оборонной промышленности.....	10
Сектор здравоохранения.....	11
Сектор телекоммуникационных услуг.....	11
Рынок облигаций	12
Анализ кривой свопов в евро: стратегия «пуля»	12
Корпоративные облигации: нейтральный взгляд.....	13
Приложение к отчету	14

Европейский центральный банк в июне текущего года был одним из первых регуляторов развитых экономик мира, который приступил к снижению процентной ставки. Данному решению способствовало замедление темпов инфляция в регионе. Дальнейшая перспектива экономической экспансии блока, с учетом неопределенности вокруг изменений в политическом ландшафте, торговых ограничений и логистических проблем, порождает с нашей стороны осторожность. Кроме того, в пользу замедления темпов экономического роста выступает напряженная ситуация в промышленном секторе, а также замедление реальных располагаемых доходов населения и снижение потребительских настроений.

Динамика инфляции в Еврозоне: разбор компонентов индекса

Еще совсем недавно инфляция в Еврозоне достигала уровней, которые мы не наблюдали на протяжении десятилетий до этого, но уже к декабрю 2023 года она оказалась ниже 3% г/г. При анализе структуры потребительской инфляции, мы отмечаем, что прямое влияние на ее динамику оказывало долгое время повышение цен на энергоносители. Вклад этого компонента составил чуть более трети от общей инфляции в блоке на протяжении 2022 и 2023 годов. Однако данное воздействие стало впоследствии дефляционным, что способствовало значительному замедлению темпов инфляции. В свою очередь, рост заработной платы в качестве проинфляционного фактора на текущий момент оказывает наибольшее влияние.

Темпы рост индекса потребительских цен Еврозоны (г/г)



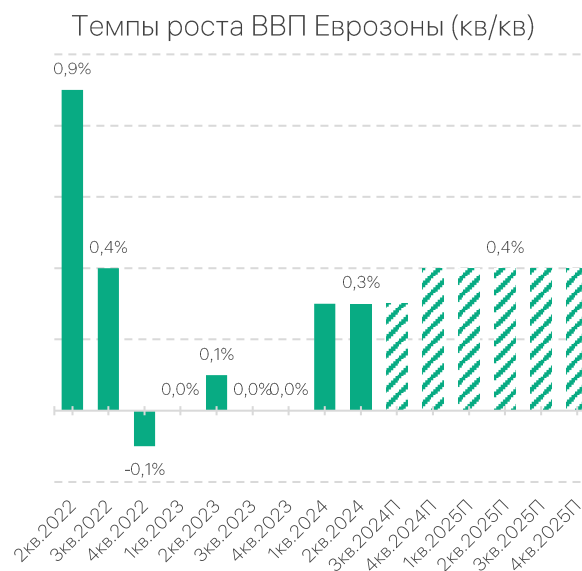
Источник: Bloomberg

Согласно последнему отчету по индексу потребительских цен (ИПЦ) за июнь, годовая инфляция замедлилась до 2.5% (0.2% м/м), что было обусловлено коррекцией в таких компонентах, как энергия, продовольствие, алкоголь и табак. Значительное замедление в годовом исчислении по данному показателю мы наблюдаем начиная с октября 2023 года, когда ее темпы роста снизились с 4.3% г/г до 2.9% г/г. После этого она находилась в диапазоне 2.4 - 2.9%. Среднее значение за последние 3 месяца замедлилось на 0.1 пп относительно предшествующих 3 месяцев (месячная динамика замедлилась на 0.6 пп). В свою очередь, базовая версия данного показателя (ИПЦ excluding energy and unprocessed food), исключая такие сезонные компоненты как цены на продукты питания и энергоносители, демонстрирует замедление в годовом исчислении на 0.27 пп, но ускорение в месячном (0.17 пп). Все это происходит из-за устойчивости экономической активности в секторе услуг. Именно поэтому мы считаем важным уделять внимание данной составляющей, которая может останавливать регулятора от дополнительного снижения ставки в ближайшей перспективе. Однако согласно комментариям официальных лиц, то подобная неустойчивость компонента в данной составляющей экономики может быть подвержена временным колебаниям. ЕЦБ объясняет подобные сильные данные в сфере услуг в основном с устойчивым ростом заработной платы. По данным за первый квартал 2024 года компенсация для одного работника выросла на 5.1%.

Регулятор объяснял это «отложенным эффектом» («catch-up effect») и разовыми выплатами, особенно в Германии, что может указывать на вероятность замедления в будущем.

Экономические вызовы: угрозы текущего восстановления экономики Еврозоны

Мы начинаем также отмечать первые признаки восстановления экономики Еврозоны после долгого периода стагнации, который начался еще в 4 кв 2022 года. Основным фактором, который способствует этому выступает спрос, формируемый со стороны стран за пределами Европейского Союза. Для большинства стран-участниц блока спрос из Китая, за которым следует США, оценивается как ключевой вклад в их рост в период с 2019 по 2023 годы, по данным Европейской комиссии. Недавнее экономическое замедление в Китае, как мы предполагаем, может негативно сказаться на процессе восстановления во многих странах региона. Кроме того, усиление торговых и геополитических рисков может усилить данный тренд. Исходя из анализа, проведенного Deutsche Bundesbank, при сохранении или усилении напряженности, экономики описываемых стран могут столкнуться со значительными негативными последствиями.



Источник: Bloomberg

Потенциальное усиление торговых войн и их влияние на макроэкономические условия

При изменении политического ландшафта в США присутствует высокая вероятность нового витка в развитии торговых войн между различными странами. Мы разделяем точку зрения Goldman Sachs о том, что будет иметь место негативный эффект на темпы экономической экспансии в Европе и на возможное ускорение инфляции в США. Инвестиционный банк в своем базовом сценарии ожидает, что инфляция в Еврозоне ускорится на 0.1 пп и на 1.1 пп в США. Также аналитики инвестиционного банка предполагают снижение темпов экономического роста на 1 пп в блоке и на 0.5 пп в США. Помимо прочего, Goldman Sachs отмечает потенциально негативное воздействие на чистый объем торговли для Еврозоны и положительное его воздействие для США.

Туризм как катализатор экономического роста региона

Дополнительно мы отмечаем, что в качестве одной из движущих сил, которая поддерживает экономику Еврозоны, выступает рост туристической активности. Если посмотреть на текущие темпы роста стран блока, то в фарватере как раз и выступают страны, доля туризма в экономике которых имеет значительный вес. В данном контексте Испания является лидером по темпам роста среди крупнейших экономик блока.

Темпы роста ВВП стран Еврозоны (г/г)

Страна	2 кв. 2023	3 кв. 2023	4 кв. 2023	1 кв. 2024	2 кв. 2024
Испания	2,0%	1,9%	2,2%	2,6%	2,9%
Греция	2,7%	2,1%	1,3%	2,1%	-
Франция	1,1%	0,7%	0,8%	1,5%	1,1%
Италия	0,6%	0,6%	0,7%	0,6%	0,9%
Нидерланды	-0,1%	-0,8%	-0,4%	-0,7%	-
Германия	0,1%	0,0%	-0,2%	-0,2%	-0,1
Еврозона	0,6%	0,2%	0,2%	0,4%	0,6%

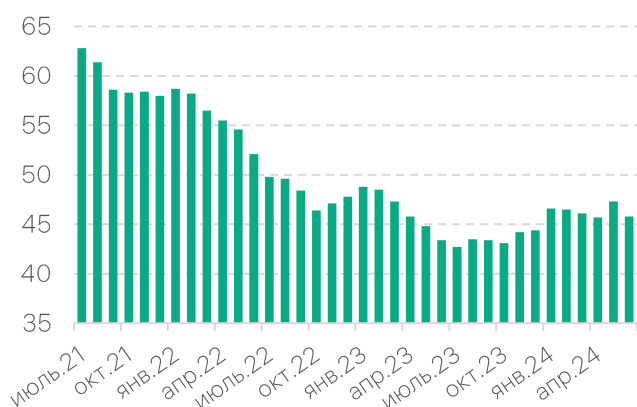
Источник: Bloomberg

В качестве одного из трендов в отчете Европейской комиссии по Туризму «European tourism Trends & Prospects» по результатам за 2 кв 2024 года выделяется растущий туристический поток из США. В соответствии с ним, Европа выступает как наиболее популярное направления по данным на лето 2024 года среди американских международных туристов. Все это происходит несмотря на то, что стоимость авиабилетов в Европу из США этим летом в среднем составляет около \$1,200 за билет, что является самой высокой ценой за последние 6 лет. Средняя цена на авиабилеты выросла на 12% г/г, и находится на 23% выше (на \$220 за билет) по сравнению с летом 2019 года. Несмотря на повышение цен и ослабление USD, прос на путешествия в Европу продолжает оставаться высоким. По итогам текущего сезона Allianz Partners ожидает рост количества американских туристов, путешествующих в Европу, на 55 процентов по сравнению с летним сезоном прошлого года. Подобный тренд, как мы ожидаем, может положительно сказываться на темпах роста ВВП региона в данный период и поддержать его от ухода в отрицательную зону.

Корпоративный сектор

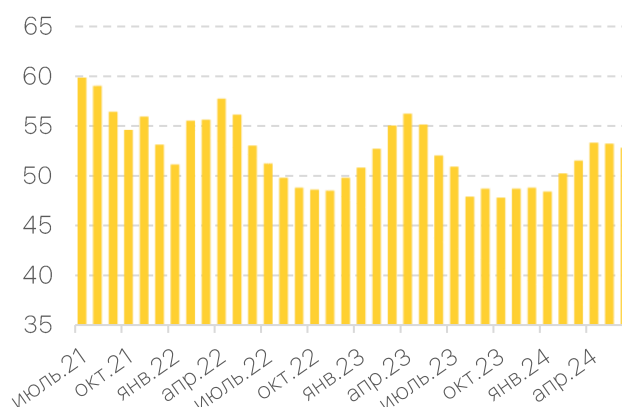
В корпоративном секторе в Евроне ситуация тоже остается неоднозначной. Промышленный сектор начиная с июля 2022 года еще ни разу не достигал уровня экспансии. По данным за июнь индекс деловой активности в промышленном секторе снизился с уровня 14-месячного максимума (май 2024 года) в 47.3 пункта до 45.8 пункта, что свидетельствует о продолжении негативной динамики. Это связано с резким падением спроса на новые заказы, снижением потребительской активности и занятости. Если погружаться на национальный уровень, то наиболее крупные экономики блока продолжают демонстрировать сокращение экономической активности. По последним опубликованным данным: Германия (43.5 пункта), Франция (45.4 пункта), Италия (45.7 пункта). Напротив, Испания (пятый месяц подряд выше 50 пунктов) и Нидерланды (третий месяц подряд выше 50 пунктов) «выбиваются» из общего негативного тренда и продолжают демонстрировать позитивную динамику. Мы также отмечаем все еще снижение темпов роста промышленного производства в блоке. В мае 2024 года оно скорректировалось на 2.9% г/г (-0.6% м/м). Начиная с мая 2023 года был только один месяц, когда было зафиксировано положительно значение данного показателя (декабрь 2023 года).

Индекс деловой активности Евроне:
промышленный



Источник: Bloomberg

Индекс деловой активности Евроне:
услуги



Индекс деловой активности: услуги

Страна	07.23	08.23	09.23	10.23	11.23	12.23	01.24	02.24	03.24	04.24	05.24	06.24
Германия	52,3	47,3	50,3	48,2	49,6	49,3	47,7	48,3	50,1	53,2	54,2	53,1
Греция	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Франция	47,1	46	44,4	45,2	45,4	45,7	45,4	48,4	48,3	51,3	49,3	49,6
Италия	51,5	49,8	49,9	47,7	49,5	49,8	51,2	52,2	54,6	54,3	54,2	53,7
Испания	52,8	49,3	50,5	51,1	51	51,5	52,1	54,7	56,1	56,2	56,9	56,8
Нидерланды	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

Источник: Bloomberg, Tradingeconomics

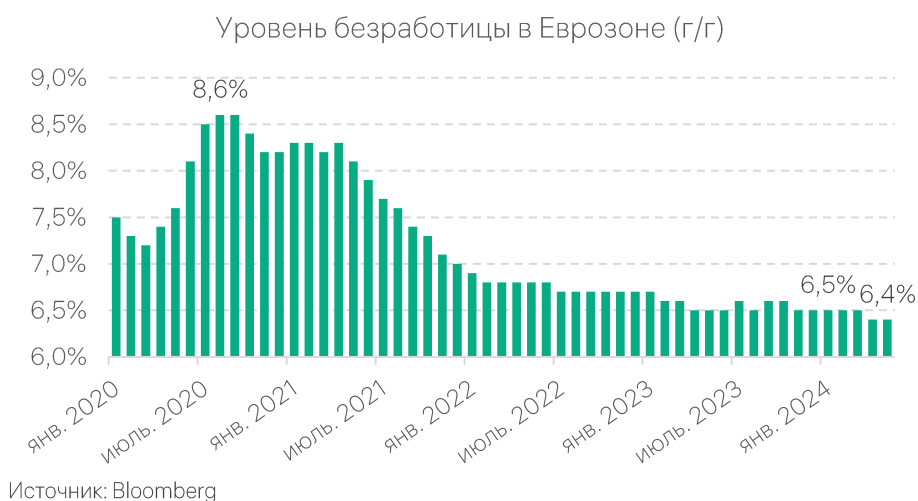
Индекс деловой активности: промышленность

Страна	07.23	08.23	09.23	10.23	11.23	12.23	01.24	02.24	03.24	04.24	05.24	06.24
Германия	38,8	39,1	39,6	40,8	42,6	43,3	45,5	42,5	41,9	42,5	45,4	43,5
Греция	53,5	52,9	50,3	50,8	50,9	51,3	54,7	55,7	56,9	55,2	54,9	54
Страна	07.23	08.23	09.23	10.23	11.23	12.23	01.24	02.24	03.24	04.24	05.24	06.24
Франция	45,1	46	44,2	42,8	42,9	42,1	43,1	47,1	46,2	45,3	46,4	45,4
Италия	44,5	45,4	46,8	44,9	44,4	45,3	48,5	48,7	50,4	47,3	45,6	45,7
Испания	47,8	46,5	47,7	45,1	46,3	46,2	49,2	51,5	51,4	52,2	54	52,3
Нидерланды	45,3	45,9	43,6	43,8	44,9	44,8	48,9	49,3	49,7	51,3	52,5	50,7

Источник: Bloomberg, Tradingeconomics

Рынок труда и потребительские настроения: вызовы для экономической экспансии

Рост реальных располагаемых доходов и настроения потребителей в блоке замедлились, что может и дальше оказывать отрицательное воздействие на экономическое развитие региона. Также мы отмечаем, что рынок труда остается крайне напряженным. Уровень безработицы в блоке последние два месяца составляет 6,4%, в то время как стабильно публикуемый с ноября 2023 года уровень был 6,5%



Ставка ЕЦБ: наши ожидания и риски на пути к целевым показателям

Исходя из описанной динамики инфляции, мы признаем, что она постепенно приближается к целевому показателю регулятора в 2%, но возможные риски могут отложить принятие данного решения, если не произойдет значительного ухудшения экономического состояния Еврозоны. Решение, принятое ЕЦБ в июле о сокращении ставки, исходя из комментариев официальных лиц не было до конца оправданным. На текущий момент некоторые члены ЕЦБ склоняются к одному снижению до конца 2024 года, в то время как другие рассматривают возможность двух снижений. Подобная разница во мнениях показывает, что в правлении регулятора пока нет единой точки зрения.

Помимо прочего, мы со своей стороны отмечаем, что присутствует дополнительная неопределенность, которая связана с изменениями в политическом ландшафте региона, росте торговых ограничений, а также проблемах логистических цепочек. Это же подтверждается осторожностью, декларируемой со стороны официальных лиц. К примеру, президент ЕЦБ Кристиан Лагард в своей риторике начала транслировать все более осторожный взгляд и



подчеркивать важность «сбора новой информации». Однако на третьей неделе июля она стала давать «благоприятную оценку поступающих данных по заработной плате и инфляции» и акцентировала внимание на возможности скорого замедления темпов ее роста. Однако мы придерживаемся той точки зрения, что в рамках блока следует ожидать 2 снижения базовой процентной ставки, начиная с осени. Повторное ее снижение может пройти как раз 12 сентября 2024 года на заседании Европейского центрального банка, если поступающие данные будут обнадеживающими. До этого мы не закладываем новых шагов со стороны регулятора по смягчению ДКП.



Описание текущей ситуации в отобранных секторах и оценка рисков

Рассматривая перспективы инвестирования в акции Еврозоны, важно отметить анализ компании Goldman Sachs, согласно которому акции региона могут предложить более высокий уровень премии за риск (ERP) по сравнению с акциями в США. На момент выпуска отчета показатель в Еврозоне составил 4.1% против 2.7% в США. Хотя текущий показатель forward PE в Еврозоне (13.3) ниже, чем в США (21.4), стоит отметить, что компании блока имеют более узкий разброс значений данного показателя между 10-м и 90-м перцентилями. Так, диапазон значений в Еврозоне находится между 10.4 и 15.28, а в США он заключен между 12.7 и 20.9. Подобная разница говорит о большой вариативности forward PE в США, что указывает на значительные различия в ожиданиях относительно будущей прибыльности компаний данного региона. Поэтому инвесторы, которые менее склонны к риску, могут обратить внимание на компании, представленные в Еврозоне. **Со списком компаний с наибольшей капитализацией в указанных секторах вы можете ознакомиться в Приложении 2.**

GRANOLAS

На текущий момент наибольший вклад в рост индекса (около 25% от текущей капитализации STOXX 600) произвели именно те компании, которые входят в данный концепт. Именно они демонстрируют сильный рост прибыли, высокие и стабильные показатели маржинальности, а также крепкие балансы. По оценкам Goldman Sachs, данные компании обеспечили около 60% прироста всего индекса, несмотря на слабую динамику экономических показателей блока.

Если сравнивать данные компании с «Magnificent 7»⁴, то их волатильность практически вдвое ниже. GRANOLAS торгуются с мультипликатором P/E 20, что на 30% ниже, чем у «Magnificent 7» (P/E 30). Компании из данного списка также привлекают инвесторов своей дивидендной доходностью в 2.5%, что значительно выше, чем у S&P 500 (1.5%) и «Magnificent 7» (0.3%).

С другой стороны, основные риски для GRANOLAS включают: возможная ротация в сторону циклических акций, высокая оценка, политические риски, связанные с выборами в США. Эти факторы могут повлиять на их динамику, однако их высокая степень диверсификации и устойчивые финансовые показатели обеспечивают защиту данным именам.

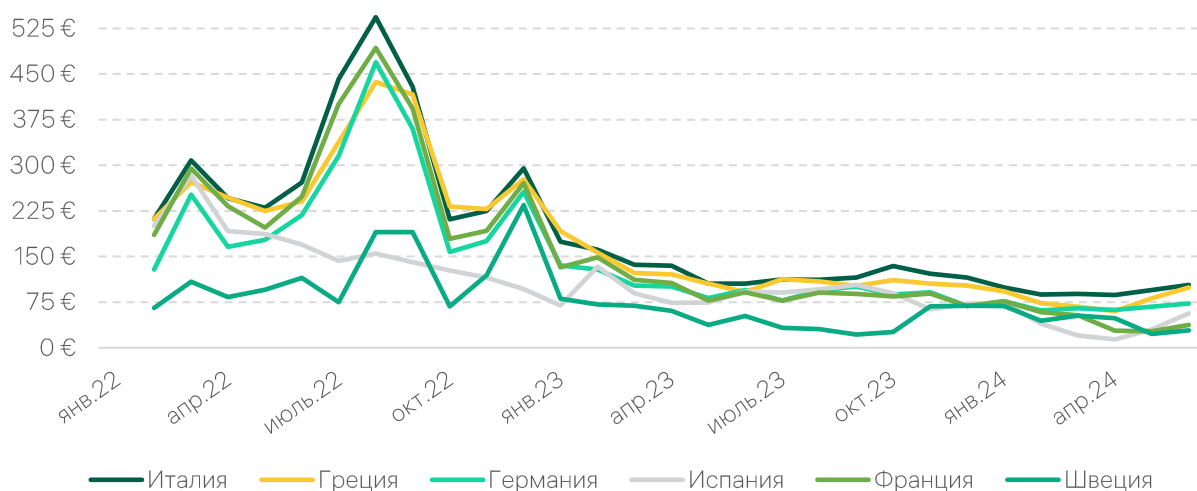
Мы считаем, что коррекции на рынке могут представить хорошую возможность для пополнения портфелей качественными именами, входящими в данный концепт. Однако инвесторы должны быть готовы к всплескам волатильности, вызванным внешними экономическими и политическими факторами.

Сектор коммунальных услуг

Энергетический кризис, от которого регион страдал в последние годы, постепенно отступает. В 2024 году в европейском секторе коммунальных услуг был продолжен тренд по нормализации цен на электроэнергию после 2021-2022 годов, хотя они все еще остаются выше уровней периода 2016-2019 годов. Это позволяет коммунальным компаниям продолжать генерировать устойчивые денежные потоки и инвестировать в развитие. Как предполагает ING Bank, основной рост должен происходить за счет регулируемых сетевых активов (regulated network assets), что приведет к увеличению EBITDA сетевых операторов (по их оценкам на 9%). Эти инвестиции будут направлены на расширение инфраструктуры и улучшение доходов, обеспечивая долгосрочную стабильность представителей отрасли. Помимо прочего, данные компании могут выступать в качестве бенефициаров от усиления тарифного давления. Как исключительно компании с локализованным бизнесом в регионе, как и те, которые диверсифицируют бизнес и имеют вложения в другом регионе присутствия – США.

⁴ Термин "Великолепная семерка" (The Magnificent Seven) используется для описания семи крупнейших и наиболее влиятельных технологических компаний: Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia и Tesla.

Ежемесячные цены на электроэнергию (мегаватт-час)



Источник: Statista

Мы предполагаем, что инвестиции в возобновляемую энергию должны стать более избирательными из-за высоких затрат и нестабильности доходов. Коммунальные компании, по оценкам многих инвестиционных домов, должны сейчас сконцентрироваться на наиболее перспективных и прибыльных проектах, что позволит им минимизировать риски и оптимизировать затраты. На текущий момент ожидается возобновление активности в сфере слияний и поглощений, чему должно способствовать снижение стоимости финансирования. Компании могут начать искать возможности для консолидации и укрепления своих позиций на рынке, что может привести к улучшению операционной эффективности и увеличению рыночной доли.

В главном фокусе на текущий момент находятся регуляторные изменения, которые будут играть ключевую роль в стратегии и операционной деятельности коммунальных компаний. Адаптация к новым требованиям и стандартам станет важным фактором для поддержания конкурентоспособности и финансовой устойчивости. В целом, европейский сектор коммунальных услуг находится на пути к стабильному росту благодаря нормализации цен на электроэнергию и увеличению инвестиций в сетевые активы. Однако компании должны учитывать высокие затраты на возобновляемую энергию и возможные регуляторные изменения для поддержания своей устойчивости и роста. Напомним, что в сентябре 2022 года Европейский совет принял меры по снижению спроса на электроэнергию на 10% и установил обязательное сокращение потребления на 5% в часы пик. Также был введен временный потолок доходов для производителей электроэнергии из возобновляемых источников, ядерной энергии и лигнита, что должно было позволить перераспределять избыточные доходы среди конечных потребителей.

Таким образом, перспективы сектора коммунальных услуг в Европе в 2024 году выглядят положительно, но следует обращать внимание на компании с устойчивым денежным потоком. Однако стоит учитывать, что коммунальные предприятия, которые имеют задолженность, по-прежнему отстают, поскольку инвесторы опасаются, что правительства могут вновь ограничить их доходность и увеличить стоимость капитала на более длительный срок. Однако мы отмечаем, что разворот в политике может послужить хорошим триггером для роста сектора.

Отрасль оборонной промышленности

Конфликт в восточной Европе подчеркнул важность национальной безопасности в регионе и заставил пересмотреть приоритеты правительств на сферу обороны. Его продолжение и сокращение поддержки со стороны США сделали прошлый год поворотным для всей индустрии. Так, НАТО расширила сферу своей деятельности в ключевых стратегических регионах - Финляндия и Швеция присоединились к Североатлантическому союзу. Страны блока заявляют об увеличении расходов на оборону. Однако, учитывая текущие дефициты стран-участниц рост может быть не таким динамичным, как того можно было бы ожидать.

Несмотря на то, что этот сектор остается одним из самых закредитованных в Европе, его долг является долгосрочным. Это «защитный» сектор, который наименее чувствителен к доходности облигаций. Растущие

рыночные ожидания относительно президенства Трампа в США также могут подстегнуть увеличение расходов на оборону в Европе. На текущий момент США тратит около 40 млрд евро ежегодно (около 0.24% от ВВП Европейского союза) на поддержку Украины. Таким образом, в совокупности от всех стран блока может потребоваться дополнительное привлечение средств в течение второго президентского срока Трампа. Однако мы отмечаем, что это может положительно сказаться на оборонной отрасли экономики Евразии. Дополнительно отметим, что данный сектор показывал хорошую динамику в период 2016-2019 годов во время эскалации торговых войн. Однако мы признаем, что снижение сотрудничества между странами ЕС по вопросам расходов, а также сокращение и стагнация расходов на оборону у стран-членов может замедлить динамику отрасли. Также отмечаем текущие высокие оценки компаний отрасли, что может выступать в качестве «встречного ветра» для их роста.

Среди других факторов, которые могли бы способствовать росту данного сектора – это пересмотр подходов ESG-фондов. Напомним, что в последние годы данный вопрос стал актуальным, так как ряд инвесторов видел в этом идеологическое противоречие. Так, среди противников подобных инвестиций были представители Европейского инвестиционного банка (EIB), директор по инвестиционной стратегии SDC Impact Japan, руководитель отдела ESG Simmons & Simmons и многие другие. Однако, к примеру, Goldman Sachs наоборот предполагает, что аэрокосмические и оборонные предприятия по-прежнему имеют недостаточную долю в фондах ESG. Более того, инвестиционный банк отмечает важную роль этой отрасли в обеспечении безопасности, что может привести управляющих к новым соображениям на этот счет.

Сектор здравоохранения

За последние годы европейский сектор здравоохранения привлек к себе достаточно много внимания благодаря значительному расширению рынка борьбы с ожирением. Одобрение препарата для похудения Wegovy от Novo Nordisk Федеральным управлением по продуктам и лекарствам (FDA) в США в июне 2021 года позволило сектору продемонстрировать впечатляющую доходность (CAGR с данного момента по дату написания отчета составил около 8%). Прогресс по описанному ранее направлению позволил компании Novo Nordisk стать самой крупной компанией Европы с капитализацией на момент написания отчета в \$630 млрд. Однако несмотря на впечатляющий рост данного игрока, динамика данного сектора за исключением Novo Nordisk не продемонстрировала подобной динамики. Он оставался приблизительно на том же уровне на протяжении последних двух лет.

Как мы ранее отмечали, сектор здравоохранения выступает в качестве наименее подверженным негативному влиянию со стороны роста неопределенности экономической политики (EPU). Также он выступает в качестве защитного в периоды роста волатильности. В секторе наблюдается устойчивый рост инноваций и сохраняются возможности для сделок слияний и поглощений (M&A). По текущим оценкам, около 45% продаж с экспозицией на США, что положительно в свете возможного нового витка тарифного давления. Однако мы подчеркиваем, что в данном контексте важно отбирать именно те имена, у которых производство локализовано в данном регионе (США).

Компании данного сектора в своем большинстве имеют «здоровые» балансы. Это должно защитить его от периода высоких ставок, в отличие от большинства историй «роста». Помимо прочего, большие объемы кэша на балансах обеспечивают им базу для сделок слияний и поглощений (M&A). За последние два года сектор реинвестировал около 2/3 своего операционного денежного потока.

Сектор телекоммуникационных услуг

Телекоммуникационный сектор является одним из наиболее защищенных секторов при повышении политических рисков и торговых тарифов. С начала года этот сектор продемонстрировал низкие показатели и незначительно снизился по сравнению с SXXP. Его оценки прибыли на акцию на 2024 год были пересмотрены в сторону понижения, но они начали меняться. С 2017 года регулятор разрешил телекоммуникационным компаниям устанавливать свои собственные цены, что привело к увеличению их прибыли. Однако мы отмечаем, что данный рынок является крайне высококонкурентным.

Наше мнение

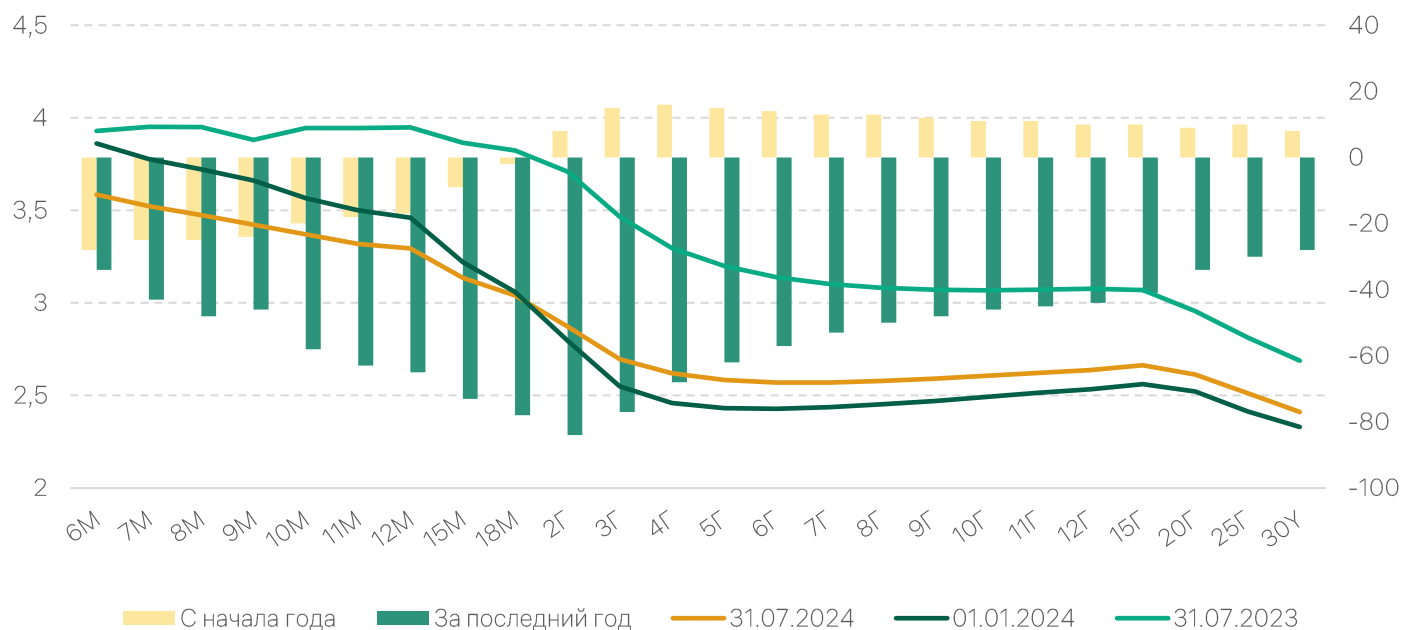
Инверсия сокращается, кривая на пути к нормализации, но покупать дюрацию уже поздно.

Благоприятный для снижения ставки макроэкономический фон «развязал руки» ЕЦБ, и он уже приступил к смягчению монетарной политики. Дальний конец кривой прилично сократился на этом фоне, и потенциальная доходность остается ограниченной. Корпоративные облигации не предлагают щедрых премий, а спреды по ним находятся в первом квартиле и потенциал для сужения является минимальный.

Анализ кривой свопов в евро: стратегия «пуля»

Своп-кривая по евро на данный момент имеет инвертированную форму. Такую форму кривая приняла с начала цикла повышения ставок. Однако, по сравнению с прошлым годом доходности скорректировались по всей длине, а с начала года ближний конец кривой и вовсе продолжил падение, но средний и дальний участки незначительно выросли. В еврозоне не было скачка инфляции, как в США. Данный фактор развязал руки ЕЦБ, и он опередил ФРС в гонке по снижению ставки. Если не случится нечто экстраординарное, то ЕЦБ будет дальше снижать ставку, а кривая будет стремиться принять свой нормальный вид. С учетом того, что цикл снижения ставок уже был начат, то стратегия, которая подразумевает покупку длинных бумаг и увеличение дюрации, вряд ли выглядит интересной. Покупка ближнего конца тоже не сулит большую выгоду, поскольку у инвестора с длинным инвестиционным горизонтом возникает риск рефинансирования. С точки зрения баланса риска/доходности средний участок выглядит самым привлекательным. По нашему мнению, на этот год стратегия «пуля» будет актуальной для портфеля.

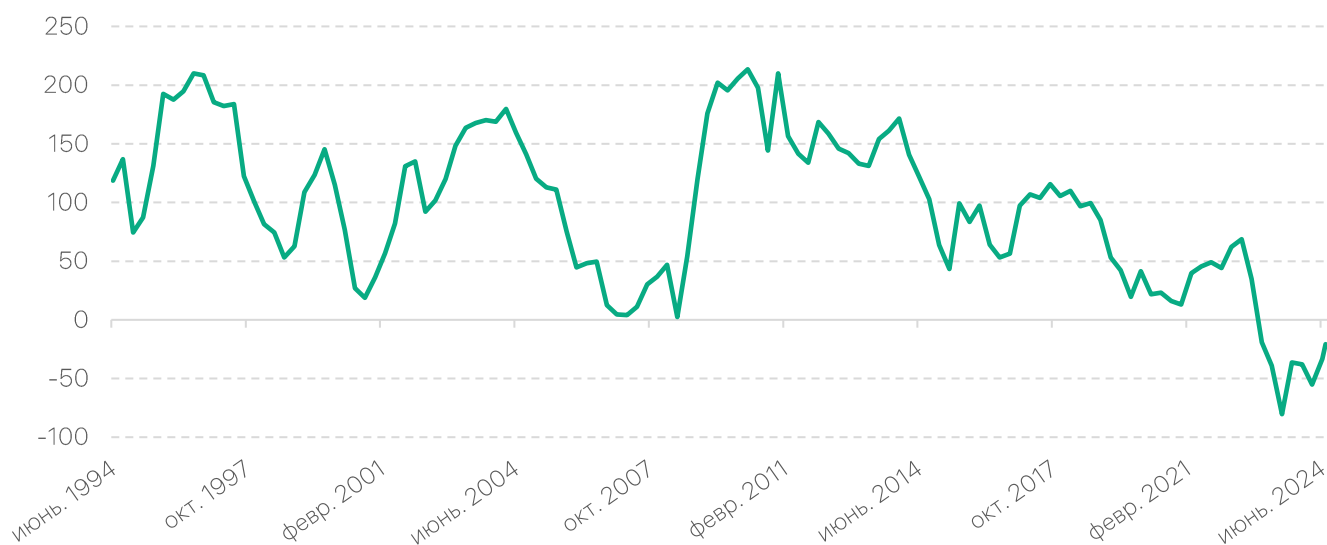
Кривая свопов в евро



Источник: Bloomberg

Спред между доходностями 10-летних и 2-летних бумаг все еще находится в отрицательной зоне, но по мере снижения ставки приближается к положительной зоне.

2Y/10Y Своп-спред

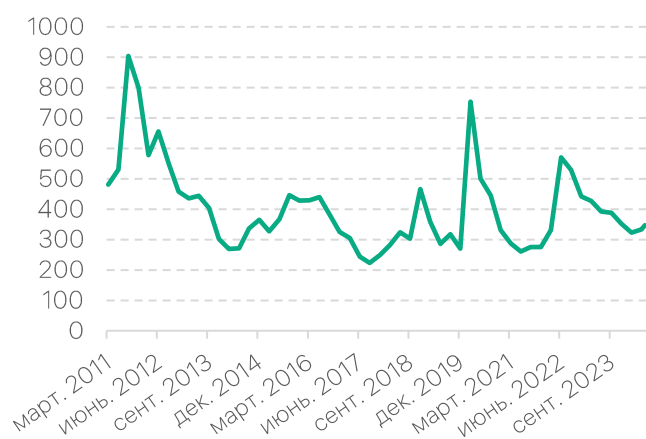


Источник: Bloomberg

Корпоративные облигации: нейтральный взгляд

Спреды по корпоративным облигациям, деноминированных в евро, сильно сузились и находятся на исторических минимумах (как по IG, так и по HY). Бумаги EU IG в среднем торгуются очень дорого и не предлагают премий относительно US IG, не говоря уже о EM IG. Такая же картина по высокодоходным бондам – EU HY торгуется с минимальной премией к US HY, но с большим дисконтом к EM HY. В связи с этим мы имеем «нейтральный» взгляд на корпоративные облигации еврозоны.

EUR HY OAS



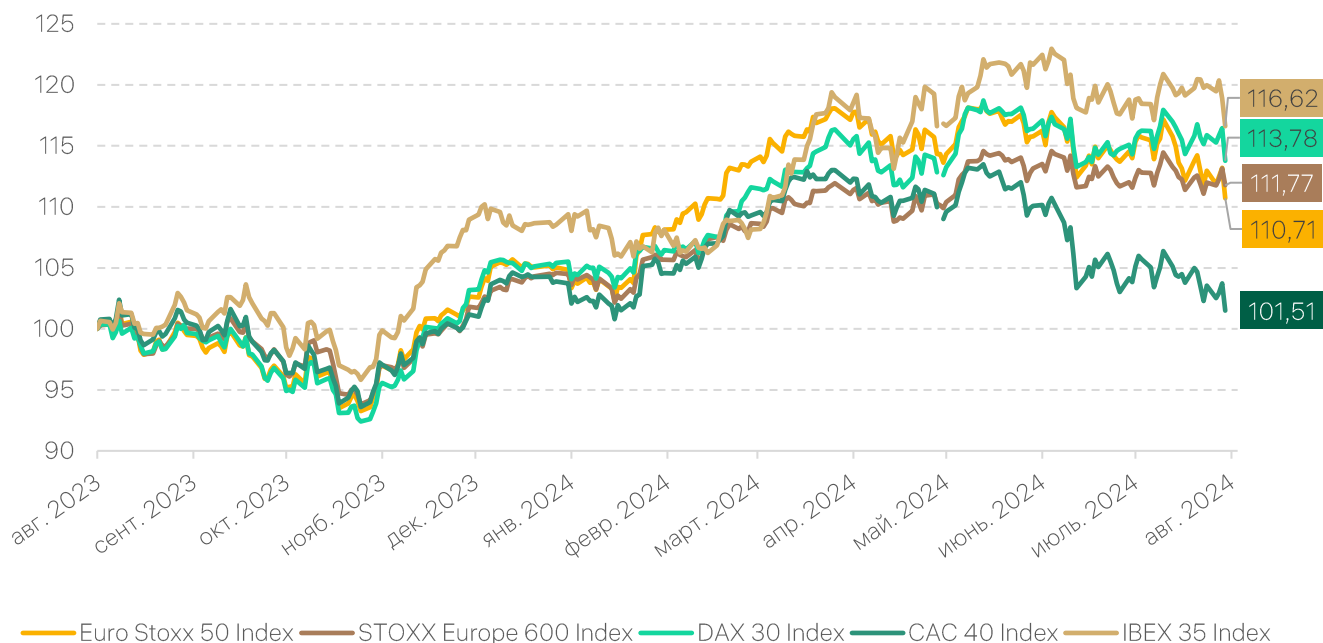
EUR IG OAS



Источник: Bloomberg

Рыночные данные

Нормализованная динамика фондовых индексов Европы за последний год



Источник: Bloomberg

Индексы акций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
Мир							
MSCI World Index	3572	1,5%	8,4%	17,2%	12,7%	3649	2725
США							
Dow Jones Industrial Average	40843	4,3%	7,8%	14,6%	8,4%	41376	32327
S&P 500 Index	5522	0,9%	10,0%	20,7%	15,8%	5670	4104
NASDAQ Composite Index	17599	-1,6%	12,8%	23,2%	17,2%	18671	12544
Европа							
MSCI Euro Index	1572	-0,7%	-0,9%	8,9%	6,4%	1647	1304
EURO STOXX 50 Price EUR	4873	-1,2%	-1,0%	10,6%	7,8%	5122	3993
STOXX Europe 600 Price Index EUR	518	1,0%	2,8%	10,9%	8,2%	526	429
Deutsche Boerse AG German Stock Index DAX	18509	1,2%	3,2%	14,0%	10,5%	18893	14630
CAC 40 Index	7531	-0,4%	-5,7%	1,7%	-0,2%	8259	6774
IBEX 35 Index	11065	0,1%	1,9%	16,4%	9,5%	11470	8879
FTSE MIB Index	33764	0,1%	0,1%	15,0%	11,2%	35474	27078
Индексы облигаций							
IBOXX⁶							
IBOXX Euro Overall Total Return Index	220,48	2,4%	2,4%	5,8%	0,7%	220,48	203,01
IBOXX Euro Corporates Overall Total Return Index	229,1382	1,9%	2,6%	7,3%	2,2%	229,15	210,90

⁶ IBOXX представляют собой серию индексов, которые используются для отслеживания динамики различных групп долговых инструментов.

IBOXX							
iBoxx Euro Covered Total Return Index	208,69	1,7%	2,3%	5,4%	1,2%	208,74	195,83
IBOXX Euro Non-Financials Overall Total Return Index	234,3222	2,0%	2,5%	6,7%	1,6%	234,34	216,30
IBOXX Euro Eurozone Sovereign Overall Total Return Index	222,8613	2,7%	2,4%	5,4%	0,2%	224,45	204,67
IBOXX Euro Overall 1-3 Total Return Index	177,97	1,0%	1,6%	4,3%	1,6%	177,98	170,33
IBOXX Euro Overall 3-5 Total Return Index	208,53	1,7%	2,2%	5,4%	1,1%	208,57	196,28
IBOXX Euro Overall 5-7 Total Return Index	235,99	2,3%	2,6%	6,1%	1,0%	236,05	218,24
IBOXX Euro Overall 7-10 Total Return Index	252,48	2,9%	2,8%	6,7%	0,7%	253,02	228,82
IBOXX Euro Overall 10+ Total Return Index	279,09	4,5%	3,0%	7,4%	-0,7%	286,81	239,66
ITRAXX ⁶							
EDP SA	60,17	-0,8%	-0,9%	-9,9%	-0,3%	90,29	54,84
MARKIT ITRX EUR SUB FIN 06/29	113,18	-6,7%	-4,4%	-33,1%	-9,5%	193,85	102,69
MARKIT ITRX EUR SNR FIN 06/29	63,43	-4,1%	-1,3%	-16,0%	-3,6%	104,41	57,44

Валюты (к USD)	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
	Валюты (к USD)	Валюты (к USD)	Валюты (к USD)	Валюты (к USD)	Валюты (к USD)	Валюты (к USD)	Валюты (к USD)
EURUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 EUR in USD	1,0789	0,5%	0,7%	-1,8%	-2,3%	111,4%	1,0448
GBPUSD Spot Exchange Rate - Price of 1 GBP in USD	1,2786	1,1%	2,1%	0,1%	0,4%	130,4%	1,2037
USDCHF Spot Exchange Rate - Price of 1 USD in CHF	0,8773	2,9%	4,4%	-0,2%	-4,1%	92,4%	0,8333

Доходность 10-летних облигаций	Цена закрытия	1М Δ	3М Δ	1Г Δ	YTD Δ	52Н Макс	52Н Мин
US Generic Govt 10 Yr	4,05	4,43	4,35	3,88	4,08	5,02	3,78
UK Gilts 10 Yr	3,94	4,25	4,06	3,54	4,40	4,75	3,43
GERMANY GOVT BND 10 YR DBR	2,28	2,60	2,40	2,02	2,54	3,03	1,89
France Govt Oats Btan 10 Yr Oat	3,02	3,32	2,91	2,56	3,08	3,60	2,40
Italy Generic Govt 10Y Yield	3,66	4,06	3,85	3,70	4,19	5,05	3,46
Spain Generic Govt 10Y Yield	3,11	3,44	3,26	2,99	3,58	4,13	2,81

Источник: Bloomberg

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

Структура валовой добавленной стоимости Еврозоны



Источник: Bloomberg

Крупнейшие европейские компании выделяемых нами секторов

Группа	Тикер	АДР	Эмитент	Капитализация, \$ млрд	ТТМ (P/E)	Доходность с начала года ⁷
GRANOLAS	NOVO-B	NVO	Novo Nordisk A/S	574,38	44,22	27,1%
	MC	LVMUY	LVMH Moet Hennessy Louis Vuitton SE	352,17	23,56	-11,1%
	ASML	ASML	ASML Holding NV	342,78	47,02	17,8%
	NESN	NSRGY	Nestle SA	274,50	22,32	-9,4%
	SAP	SAP	SAP SE	243,64	90,89	36,8%
	ROG	RHHBY	Roche Holding AG	261,44	21,24	11,7%
	AZN	AZN	AstraZeneca PLC	247,77	37,97	16,6%
	NOVN	NVS	Novartis AG	220,81	14,10	11,8%
	OR	LRLCY	L'Oreal SA	225,58	34,23	-10,9%
	GSK	GSK	GSK PLC	81,66	14,55	7,8%
Сектор / Отрасль	Тикер	АДР	Эмитент	Капитализация, \$ млрд	P/E (ТТМ)	Доходность с начала года
Сектор коммунальных услуг	IBE	IBDRY	Iberdrola SA	80,55	11,89	1,6%
	ENEL	ENLAY	Enel SpA	72,84	13,47	-2,6%
	ENGI	ENGIY	Engie SA	37,71	15,78	-10,5%
Сектор коммунальных услуг	EOAN	EONGY	E.ON SE	36,49	28,59	5,9%
	RWE	RWEOY	RWE AG	27,54	14,08	-17,6%
Отрасль оборонной промышленности	AIR	EADSY	Airbus SE	114,34	26,24	-4,5%
	SAF	SAFRY	Safran SA	94,50	25,09	26,5%
	BA	BAESY	BAE Systems PLC	49,39	21,85	14,6%
	RR	RYCEY	Rolls-Royce Holdings PLC	48,28	15,42	51,2%
	RHM	RNMBY	Rheinmetall AG	23,29	42,00	64,1%

⁷ Без учета дивидендных выплат.

Сектор / Отрасль	Тикер	АДР	Эмитент	Капитализация, \$ млрд	P/E (ТТМ)	Доходность с начала года
Сектор здравоохранения	NOVO-B	NVO	Novo Nordisk A/S	574,38	44,22	27,1%
	ROG	RHHBY	Roche Holding AG	261,44	21,24	11,7%
	AZN	AZN	AstraZeneca PLC	247,77	37,97	16,6%
	NOVN	NVS	Novartis AG	220,81	14,10	11,8%
Сектор телекоммуникационных услуг	DTE	DTEGY	Deutsche Telekom AG	129,52	27,19	8,5%
	ORA	ORAN	Orange SA	29,39	12,38	-3,3%
	TEF	TEF	Telefonica SA	25,70	-	16,0%
	CLNX	CLLNY	Cellnex Telecom SA	24,76	-	-9,4%
	KPN	KKPNY	Koninklijke KPN NV	15,46	17,18	16,2%
Сектор потребительских товаров	NESN	NSRGY	Nestle SA	258,08	20,62	-11,2%
	OR	LRLCY	L'Oreal SA	225,58	34,23	-10,9%
	ULVR	UL	Unilever plc	151,72	21,37	27,1%
	ABI	BUD	Anheuser-Busch InBev, Inc	124,30	23,35	-7,0%
	BATS	BTI	British American Tobacco	78,35	-	22,6%
Сектор информационных технологий	ASML	ASML	Asml HLDG	343,33	47,02	17,8%
	SAP	SAP	Sap SE	243,64	90,89	36,8%
	AMS	AMADY	Amadeus It Group	29,31	24,28	-9,2%
	IFNNF	IFNNF	Infineon Technologies	44,00	15,91	-13,7%
	STMPA	STM	Stmicroelectronics	29,51	10,45	-33,5%

Источник: Bloomberg, Tradingeconomics



2024 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
A05A1B4, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 331 59 77
www.halykfinance.kz

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