



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Переосмысление Европы: Инвестиции в эпоху фискального смягчения



Данный материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

Европейский экономический контекст

Европа, некогда ведущая мировая экономическая держава, в последние десятилетия сталкивается с трудностями сохранения своей конкурентоспособности. Континент столкнулся с замедлением экономического роста, деиндустриализацией и застоем производительности после глобального финансового кризиса. Дополнительные сложности вызвали жесткие фискальные ограничения, такие как Пакт стабильности и роста (ПСР), ограничивающий государственный долг на уровне 60%

ВВП (Рис. 1) и дефицит — 3%. Однако в последние годы происходят значительные изменения, вызванные внешними факторами: политикой изоляционизма США при президенте Трампе и вторжением России в Украину. Эти события вынудили Европу осознать свою уязвимость и стали катализатором перехода к фискальному смягчению — политике, при которой государственные расходы становятся ключевым инструментом экономического восстановления.

Отношение долга к ВВП (2002-2023)

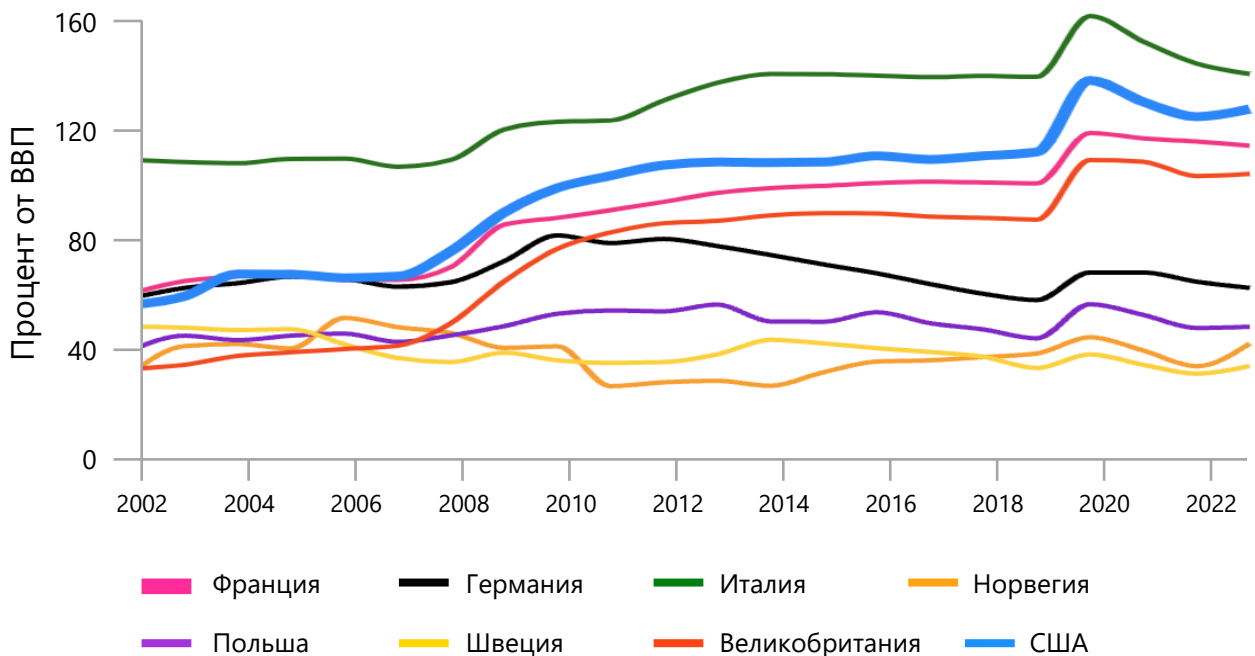


Рисунок 1. Соотношение долга к ВВП. Источник: IMF

Мы считаем, что новая фискальная политика Евросоюза представляет собой мегатренд, при котором фискальная политика становится основным драйвером корпоративных прибылей и экономической устойчивости. Впервые эта концепция была представлена в их отчете 2023 года, посвященном США. Для Европы это означает отказ от политики жесткой экономии в пользу значительных бюджетных дефицитов, совместного выпуска долговых обязательств и государственной поддержки бизнеса — шагов, которые ранее считались немыслимыми в рамках ЕС.

Этот поворот стал необходимостью: Европе нужно укреплять оборону, восстанавливать производственные цепочки и преодолевать промышленный спад на фоне глобальной нестабильности. Пока США сосредотачиваются на внутренних делах, Европа берет инициативу в свои руки, превращая кризис в шанс для роста и развития.



Катализаторы и изменения в политике

Катализаторы фискального пробуждения Европы очевидны. Политика Трампа — сокращение военной поддержки Украины и продвижение протекционистской торговой повестки — вынудила Европу пересмотреть свою зависимость от США. Доклад Драги («Будущее конкурентоспособности ЕС», сентябрь 2024) и «Компас конкурентоспособности» Европейской комиссии» (январь 2025) служат дорожной картой этого процесса. Драги выделяет низкую производительность как ключевую проблему Европы и призывает к целенаправленной промышленной политике, а также к ежегодным инвестициям в размере €750–800 миллиардов (5% ВВП ЕС) для цифровизации, декарбонизации и укрепления обороны. Европейская комиссия разделяет эту срочность, подчеркивая необходимость единства и оперативного реагирования.

Большинство стран НАТО достигнут цели по расходам в 2%

Расходы на оборону в процентах от ВВП, прогноз на 2024 год

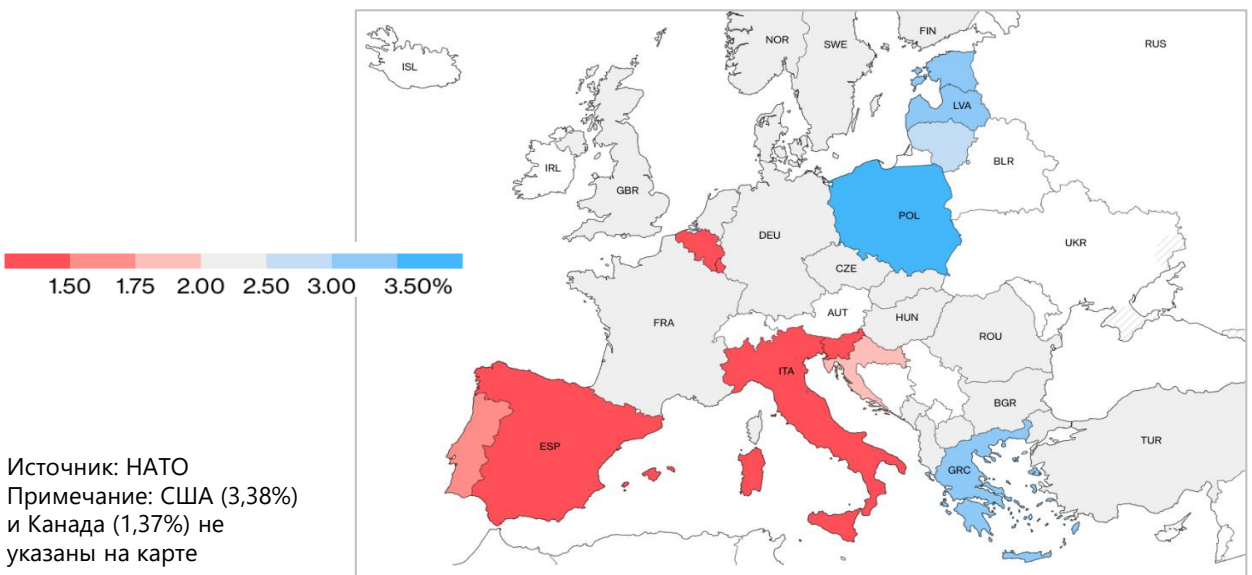


Рисунок 2. Соотношение оборонного бюджета к ВВП. Источник: Bloomberg

Основные изменения в политике включают ослабление правил ПСР, с предложениями исключить оборонные расходы из лимитов дефицита, а также выпуск совместного долга ЕС, как это было реализовано в программе «ReArm Europe» на €800 миллиардов. Германия, долгое время придерживавшаяся строгой фискальной дисциплины, пересматривает свой «долговой тормоз» при канцлере Фридрихе Мерце, планируя создать инфраструктурный фонд в размере €500 миллиардов и увеличить оборонный бюджет до 3,5% ВВП к 2027 году (Рис. 2). Эти шаги сигнализируют о более глубоком изменении мышления: Европа больше не готова оставаться пассивной. Фискальное переосмысление открывает новые возможности для переоценки европейских акций на фоне роста интереса со стороны инвесторов.

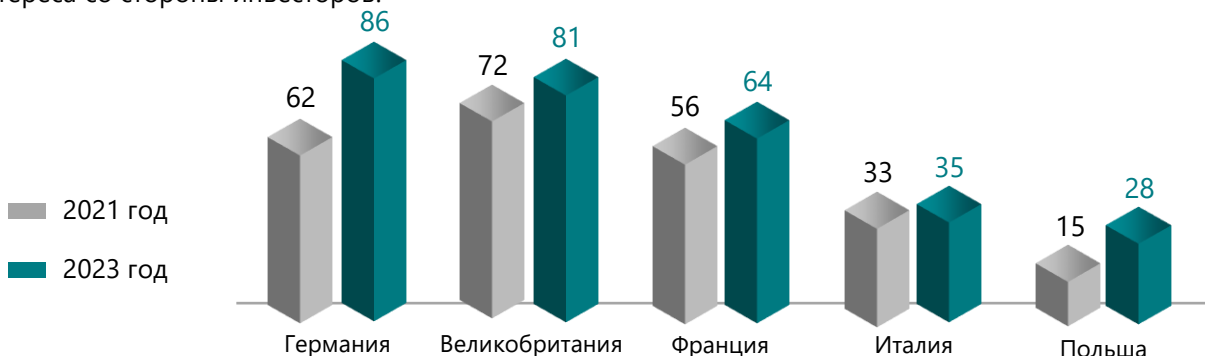


Рисунок 3. Оборонные расходы некоторых стран ЕС в млрд долларов. Источник: НАТО



Доклад Драги и инвестиционные возможности

Мы рассматриваем фискальный поворот Европы как значительную инвестиционную возможность, особенно на фоне ослабления доминирования американских акций. Европейские ценные бумаги, торгуемые с дисконтом по сравнению с рынком США, привлекают внимание инвесторов благодаря макроэкономическим факторам, таким как замедление инфляции и снижение процентных ставок. Доклад Драги предоставляет отраслевые ориентиры для инвесторов, выделяя энергетику, оборону, чистые технологии и критически важные сырьевые материалы.

Военная оборона: На фоне сокращения поддержки со стороны США европейский оборонный сектор переживает подъем. Программа «ReArm Europe» предусматривает €150 миллиардов в виде кредитов и €650 миллиардов фискального пространства на четыре года, что создает благоприятные условия для компаний в сфере оборонной промышленности. Из Рис. 3 видно незначительное увеличение оборонного бюджета в странах ЕС, но после недавней риторики Белого дома мы уверены, что рост военных расходов в странах ЕС будет значительно ускоряться.

Ранее мы анализировали компанию Kongsberg Gruppen, чьи акции с момента нашей публикации значительно выросли. Также в отчете по оборонным компаниям мы отметили, что предпочитаем индекс MSCI Europe Aerospace and Defense как диверсифицированное дополнение к инвестиционному портфелю. Данный индекс вырос на 15% с момента публикации нашего отчета. В настоящее время мы продолжаем рассматривать его как привлекательную инвестиционную возможность.

Совокупная доходность индексов MSCI Europe Aerospace and Defense и MSCI Europe (Фев 2010 – Фев 2025)

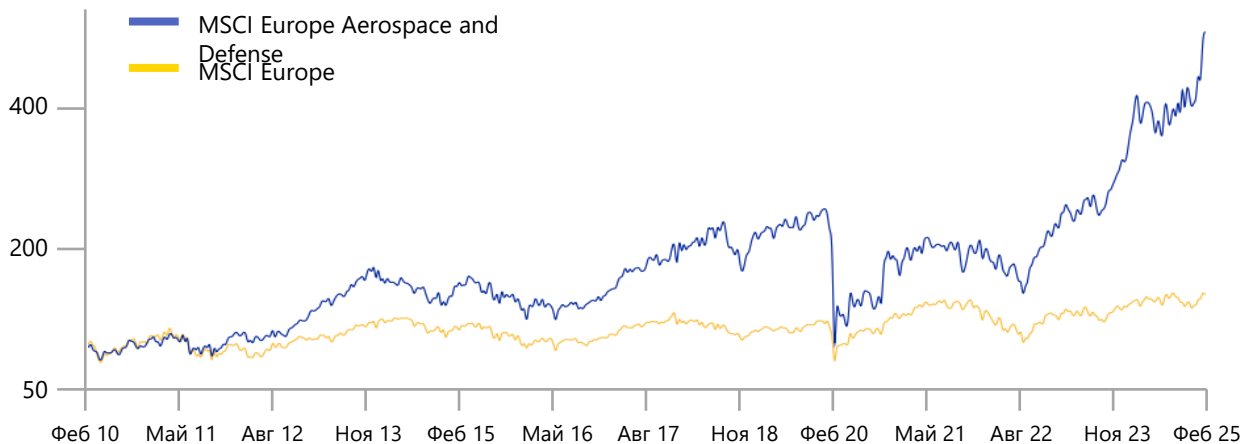


Рисунок 4. Доходность индекса MSCI Europe Aerospace and Defense против доходности индекса MSCI Europe

Компания	Страна	Вес в индексе (%)
Airbus	Франция	22,04
Safran	Франция	20,33
Rolls-Royce Group	Великобритания	17,15
BAE Systems	Великобритания	11,52
Rheinmetall	Германия	9,81
MTU Aero Engines	Германия	4,02
Thales	Франция	3,97
Leonardo	Италия	3,49
Kongsberg Gruppen	Норвегия	2,3
Melrose Industries	Великобритания	2,24
Итого	1 730	96,86

Таблица 1: Топ 10 компании индекса MSCI Europe Aerospace and Defense



Реиндустриализация: Масштабные государственные инвестиции, направленные на преодоление деиндустриализации, поддерживают промышленный сектор (например, Siemens AG, Thyssenkrupp, Air Liquide) и строительную отрасль (например, Heidelberg Materials).

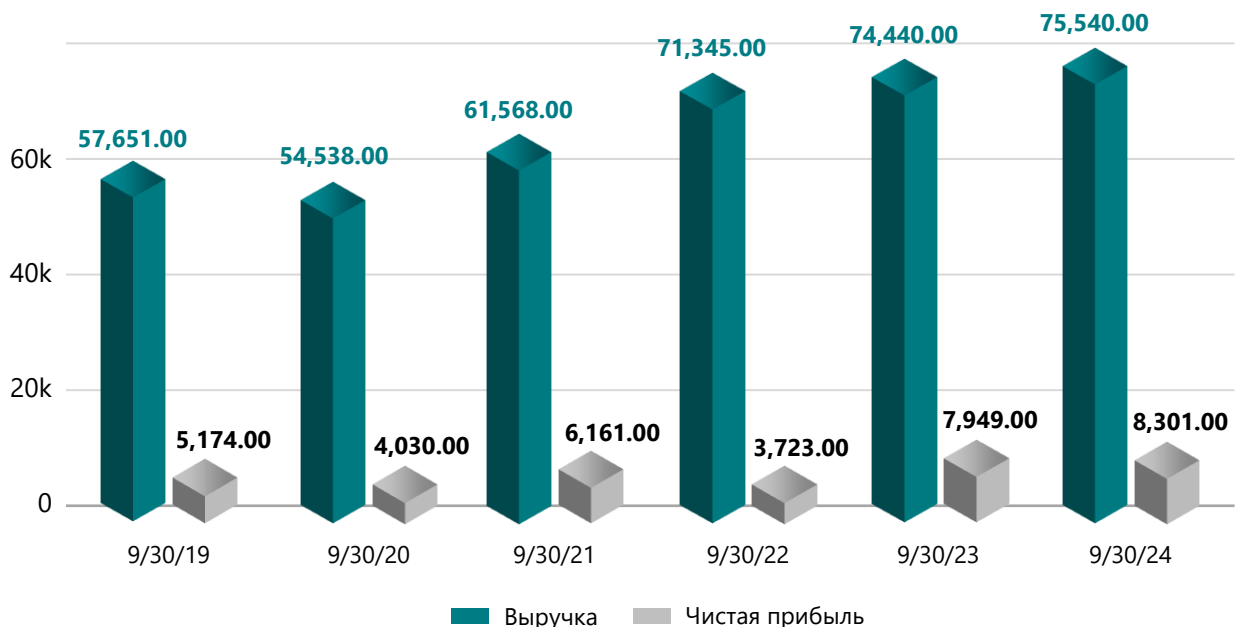
Восстановление Украины: Оцененные в \$524 миллиарда, работы по восстановлению Украины создадут высокий спрос на инфраструктуру и строительные материалы, что принесет выгоду таким компаниям, как Vinci и CRH.

Эта инвестиционная корзина соответствует приоритетам Драги в области роста производительности и ориентирована на компании, обладающие масштабом, инновационным потенциалом или стратегическими позициями в новой, возрождающейся Европе. Ниже представлен более подробный обзор компаний, упомянутых выше (кроме компаний, входящих в индекс MSCI Europe Aerospace and Defense).

Siemens AG

Siemens AG — это немецкий многонациональный конгломерат со штаб-квартирой в Мюнхене. Основанная в 1847 году, компания является одной из крупнейших в мире в сфере промышленного производства. Siemens работает в различных отраслях, включая энергетику, здравоохранение, инфраструктуру и цифровые технологии. Известная своими инновациями в области автоматизации, электрификации и цифровизации, компания предлагает продукцию и услуги, такие как системы выработки электроэнергии, медицинское оборудование для визуализации и решения для умной инфраструктуры. С более чем 300 000 сотрудников по всему миру Siemens является лидером в области инженерных и технологических решений, уделяя особое внимание устойчивому развитию и передовым промышленным технологиям.

Siemens Aktiengesellschaft (SIE)

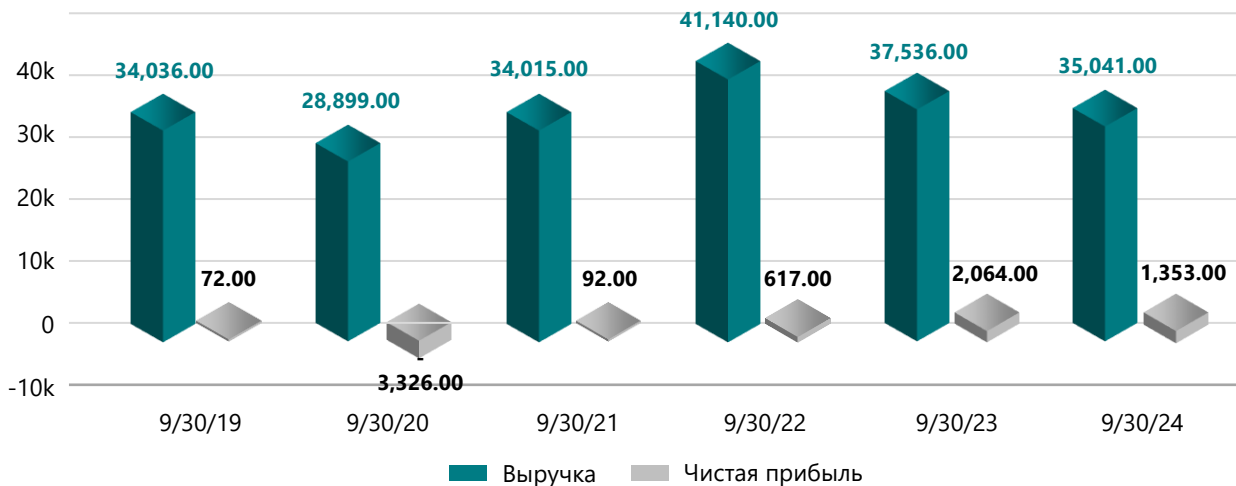




Thyssenkrupp AG

Thyssenkrupp AG — это немецкая промышленная инженерная и металлургическая компания, базирующаяся в Эссене, Германия. Она была образована в 1999 году в результате слияния Thyssen AG и Krupp, но ее история восходит к XIX веку. Компания работает в нескольких сегментах, включая производство автомобильных компонентов, лифтовые системы, промышленные решения и материалы. Thyssenkrupp известна своими достижениями в металлургии и инженерии, поставляя продукцию для таких отраслей, как автомобилестроение, строительство и судостроение. В компании работает около 100 000 сотрудников по всему миру, и в последние годы она сосредоточена на реструктуризации с целью повышения эффективности и устойчивого развития.

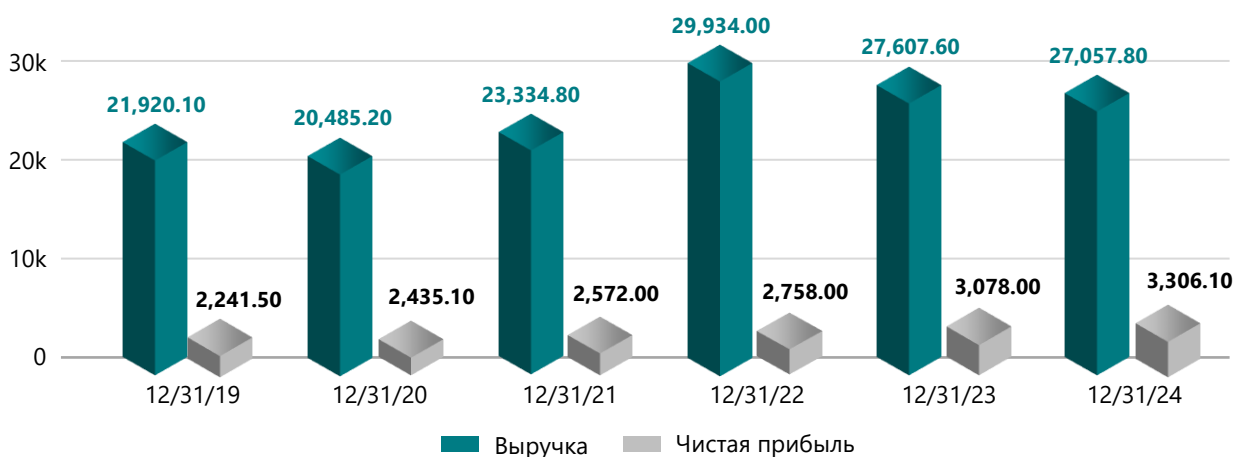
Thyssenkrupp AG (ТКА)



Air Liquide

Air Liquide — французская многонациональная компания со штаб-квартирой в Париже, специализирующаяся на промышленных газах и связанных с ними услугах. Основанная в 1902 году, она является мировым лидером в производстве газов, таких как кислород, азот и водород, для различных отраслей, включая здравоохранение, производство и энергетику. Помимо газов, Air Liquide разрабатывает сопутствующее оборудование и решения, делая упор на инновации в области чистой энергии и технологий декарбонизации, включая водородную энергетику. Компания работает в более чем 70 странах, насчитывая около 66 000 сотрудников, и обслуживает миллионы клиентов — от малого бизнеса до крупных промышленных предприятий.

L'Air Liquide S.A. (AI)

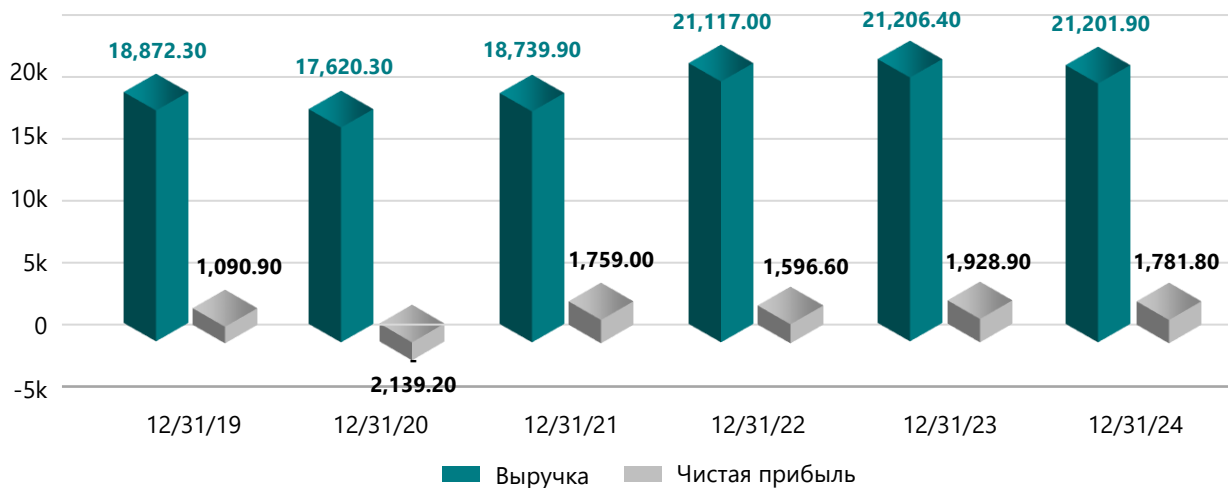




Heidelberg Materials

Heidelberg Materials (ранее HeidelbergCement) — это немецкая многонациональная компания по производству строительных материалов со штаб-квартирой в Гейдельберге, Германия. Основанная в 1873 году, она является одним из крупнейших в мире производителей цемента, заполнителей (песка, гравия и щебня) и товарного бетона. Компания представлена более чем в 50 странах, где работает около 51 000 сотрудников, и активно занимается разработкой устойчивых строительных решений. Heidelberg Materials стремится снизить углеродный след, инвестируя в низкоуглеродные технологии и принципы циркулярной экономики. Ее продукция играет ключевую роль в инфраструктурных, жилых и коммерческих строительных проектах по всему миру.

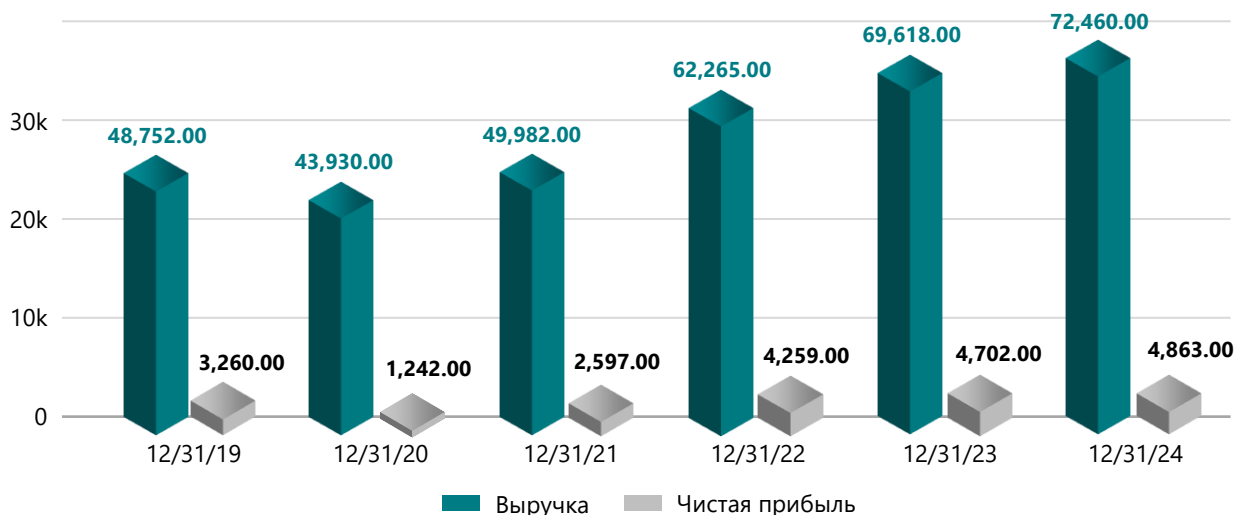
Heidelberg Materials AG (HEI)



Vinci SA

Vinci SA — это французская многонациональная строительная компания со штаб-квартирой в Нантере, Франция. Основанная в 1899 году как Société Générale d'Entreprises, она стала одной из ведущих мировых компаний в области строительства, инфраструктуры и энергетических услуг. Vinci работает в двух основных направлениях: концессии (управление инфраструктурными объектами, такими как аэропорты, автомагистрали и стадионы, включая сеть автострад Франции) и подрядные работы (строительство, гражданское строительство и энергетические проекты). В компании занято более 280 000 человек в более чем 120 странах. Vinci известна такими знаковыми проектами, как реконструкция пирамиды Лувра, а также своим акцентом на устойчивое развитие и инновации.

Vinci SA (DG)

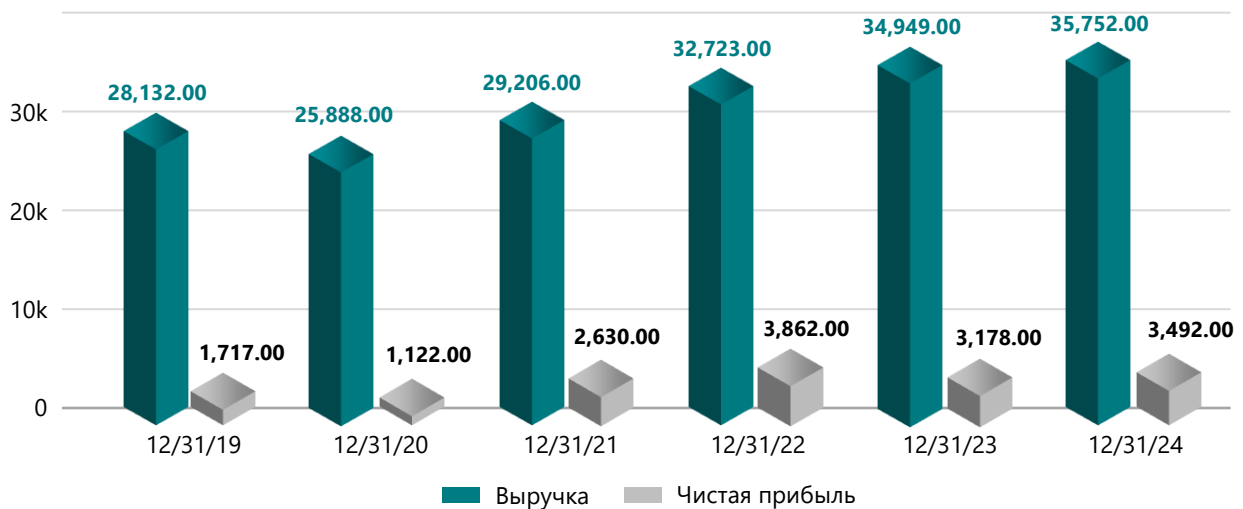




CRH

CRH (Cement Roadstone Holdings) — это ирландская многонациональная компания по производству строительных материалов со штаб-квартирой в Дублине, Ирландия. Основанная в 1970 году в результате слияния Cement Limited и Roadstone Limited, она стала одним из крупнейших мировых поставщиков строительных материалов. CRH занимается производством и поставкой цемента, заполнителей, асфальта и товарного бетона, обслуживая строительные рынки в жилом, коммерческом и инфраструктурном секторах. Работая в более чем 30 странах и насчитывая около 75 000 сотрудников, CRH делает упор на устойчивое развитие и операционную эффективность. Компания является ключевым игроком на Лондонской фондовой бирже и имеет сильное присутствие в Северной Америке и Европе.

CRH plc (CRH)



Макроэкономические последствия и риски

Фискальный разворот Европы имеет более широкие последствия. Этот сдвиг можно рассматривать как «план Маршалла 2.0», который сочетает агрессивную бюджетную политику с монетарной поддержкой Европейского центрального банка (ЕЦБ). Следуя наследию Марио Драги, ЕЦБ может начать скупку государственных облигаций для финансирования оборонных и промышленных инициатив, что позволит стабилизировать рынки в случае роста заимствований. С учетом низкой инфляции и слабой загрузки производственных мощностей, у Европы есть пространство для увеличения расходов без риска перегрева экономики.

Однако риски остаются. Чрезмерное регулирование, высокий уровень долга в частном секторе и возможный контроль за кривой доходности со стороны ЕЦБ могут ослабить рост. Ослабление евро, в свою очередь, может привести к росту издержек и снижению маржинальности. Тем не менее, мы сохраняем осторожный оптимизм, рассматривая Европу как кризисную компанию, получившую спасательный круг.



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Аль-Фараби, д.34,
Almaty Financial District, 4 этаж

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

email: media@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 727 355 37 22 (вн. 509)
+7 771 722 7951 WhatsApp

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz