



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Инвестдома расходятся в оценке нового цикла доллара

**Goldman
Sachs**

Данный аналитический 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.

Инвестдома расходятся в оценке нового цикла доллара

Goldman Sachs пересмотрел среднесрочный прогноз по доллару. Цель по EUR/USD снижена до 1,12 на горизонтах шести и двенадцати месяцев против прежних 1,18 и 1,20. По USD/JPY трехмесячный ориентир повышен с 160 до 162, шестимесячный - со 158 до 163, двенадцатимесячный - со 155 до 165. Банк ожидает избирательного укрепления USD против низкодходных валют G10, без повсеместного роста американской валюты.

В начале 2026 года Goldman Sachs исходил из снижения экономической исключительности США, ослабления доллара и продолжения диверсификации глобальных портфелей. Теперь валютный стратег банка Майк Кэхилл считает, что «факторы, которые, как мы ожидали, будут со временем тянуть доллар вниз, по сути перестали действовать». Конфликт на Ближнем Востоке и американский AI-бум изменили относительные перспективы роста и восстановили спрос на долларовые активы.

Инвестиции в AI, полупроводники, дата-центры и энергоснабжение вычислительной инфраструктуры в значительной степени сосредоточены в США. Инвесторам, желающим получить экспозицию на эти отрасли, необходимы американские акции, облигации и долларовое финансирование. Потоки капитала могут компенсировать умеренно негативный для USD эффект от менее жесткой траектории ФРС.

В базовом сценарии Goldman Sachs ставка ФРС остается в диапазоне 3,50-3,75% до конца 2026 года, рост экономики США составляет около 2,0%, базовый индекс PCE - около 3,0%. Последняя оценка ниже июньской медианы ФРС: участники FOMC прогнозируют общий PCE на уровне 3,6%. Разница в инфляционных прогнозах объясняет, почему Goldman Sachs ожидает паузу, тогда как рынок и часть членов FOMC допускают повышение ставки.

Второй аргумент связан с распределением капитала. В 2025 году евро укрепился примерно на 13%, хотя модели Goldman Sachs, основанные на процентных дифференциалах и циклических индикаторах, предполагали движение около 8%. Разрыв в 5 п.п. банк связывает с диверсификацией портфелей за пределы американских активов. Теперь часть этих потоков может вернуться в США.

Аргумент о переоцененности доллара также стал менее универсальным. Разрыв между текущим курсом и расчетной справедливой стоимостью меньше, чем весной 2025 года, и сосредоточен преимущественно в азиатских валютах. Высокая оценка сама по себе не ведет к снижению USD, пока сохраняются преимущества США в росте, доходности и структуре фондового рынка.

Goldman Sachs предлагает концентрировать длинные позиции по доллару против евро, иены, швейцарского франка и канадского доллара. В EM банк сохраняет предпочтение к carry-стратегиям, сочетающим процентный доход с потенциалом укрепления спот-курса. Более сильный USD против G10 не исключает опережающей динамики отдельных высокодоходных валют развивающихся стран.

Morgan Stanley сохраняет противоположный взгляд на широкий индекс доллара и допускает снижение DXY на 3-5% от текущих уровней. Одновременно банк считает, что сильный USD сам по себе не разрушает EM carry. С мая валюты EM прибавили 2,5% против корзины G3, несмотря на рост DXY и доходностей UST, а совокупная доходность EM FX с начала года достигла 5,1%.

На данных с 2010 года доходность EM FX сильнее связана с фондовыми рынками, кредитными спредами, VIX и общим аппетитом к риску. Корреляция со спредами EMBI составляет около -0,74.



После включения индикатора риск-аппетита DXY и доходность двухлетних UST теряют статистическую значимость. Даже в месяцы одновременного роста доллара и ставок США ЕМ приносили небольшую положительную доходность почти в 60% случаев.

Худший режим для carry - рост DXY при снижении доходностей UST. Такая комбинация обычно отражает бегство от риска при отсутствии реального преимущества экономики США. Morgan Stanley предлагает финансировать длинные позиции в ЕМ через корзину USD, EUR и JPY, снижая зависимость от одной валюты фондирования. Среди предпочтительных рынков банк выделяет TRY, EGP и HUF, сохраняет short EUR/HUF и короткую позицию в трехмесячном USD/TRY.

В расчетах Crédit Agricole потенциал доллара против евро заметно меньше, чем против иены. На закрытии 10 июля EUR/USD находился на уровне 1,1416 при расчетной справедливой стоимости 1,1619. Евро был недооценен на 1,74%, хотя отклонение не достигло порога для открытия длинной позиции.

По USD/JPY медиана сценарного анализа Crédit Agricole составляет 170,45, верхняя граница - 174,60. Даже сценарий с паузой ФРС и Банка Японии, открытым Ормузским проливом и снижением опасений по японским финансам дает справедливый курс около 163,50. Зона 162-164 остается ключевым рубежом для Минфина Японии и Банка Японии.

Интервенции способны замедлить рост USD/JPY, но для устойчивого укрепления иены требуется сокращение дифференциала ставок, более быстрое ужесточение политики Банка Японии или возвращение японского капитала на внутренний рынок. Goldman Sachs также считает эффект валютных интервенций краткосрочным без изменения макроэкономических условий.

Ближайшие катализаторы - заседание ЕЦБ 23 июля и решение ФРС 29 июля. Для EUR/USD важны оценка европейского энергосырьевого шока и дальнейшая траектория ставок ЕЦБ. Для USD/JPY ключевыми остаются американско-японский дифференциал ставок, форма кривой JGB и готовность японских властей снова выйти на рынок.

Консенсус по-прежнему предполагает постепенное ослабление доллара, но разброс прогнозов заметно вырос. Goldman Sachs считает, что прежний медвежий сценарий сдвинут за пределы ближайших 12 месяцев, тогда как Morgan Stanley сохраняет прогноз снижения DXY на 3-5%. Deutsche Bank и Crédit Agricole занимают промежуточную позицию: допускают тактическое укрепление USD, прежде всего против иены, но не видят начала нового долгосрочного цикла. Deutsche Bank считает, что для более сильного движения доллара рынку потребуется заложить дополнительно 75-100 б.п. повышения ставки ФРС. Наиболее согласованный трейд - long USD против низкодоходных валют G10, с ограниченным потенциалом против евро и более сильным кейсом против иены



TENİZ 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. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

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

г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Костанай, пр. Абая, 101,
ЖК Жана Кала

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz