



ין יפני – תחזית לרבעון 3 2008

דויד רודריגז

ברבעון השני התהפכו היוצרות עבור הין היפני – המטבע חביב השוק בעתות משבר – אולם עם תחילת הרגיעה בשווקים הגלובליים איבד הין מאחיזתו ונחלש. ברבעון הראשון, המטבע נושא התשואה הנמוכה התחזק בצורה משמעותית על רקע הנפילות בשוקי המניות הגלובליים, אולם חזרתה של שנאת הסיכון אפשרה לסוחרי הפורקס לחזור אט-אט למסחר ה-carry הרווחי. ברבעון השני של שנת 2008 האווירה בשווקים הפיננסיים הפכה את המתאם בין המסחר בין לבין הניקיי 225 והדאו ג'ונס, לכמעט מושלם. ואכן, סוחרי הין היפני כמעט ואינם מתייחסים לנתונים הפונדמנטליים שמתפרסמים בכלכלה השנייה בגודלה בעולם, ומגמה זו צפויה להמשיך אל תוך הרבעון השלישי. לפיכך, התחזית הכלכלית עבור הין תהיה תלויה כמעט באופן בלעדי בתחזית עבור השווקים הפיננסיים הגלובליים הרחבים יותר.

### שנאת הסיכון תשלט בתנועת המחר של הין במחצית השנייה של 2008

השאלה האם מסחר ה-carry מסוגל להמשיך בהתאוששות נשאת השאלה החשובה ביותר כאשר מדובר בעתידו של הין היפני. בהינתן שער הריבית הנמוך ביותר, המשקיעים יבקשו בדרך כלל למכור את הין היפני ולקנות מטבעות שנושאים על גבם תשואה גבוהה יותר, על מנת להרוויח מפער התשואה. פעולות המסחר הממונפות הללו עובדות בצורה הטובה ביותר כשהין נותר יציב או אפילו נחלש אל מול המטבעות נושאי התשואה הגבוהה. אם הין מוסיף לערוך במהירות יחסית, ההפסדים של פעולות המסחר הללו יעלו בהרבה על פערי התשואה שנערמו בטווח-הקצר. השילוב של מינוף ושנאת סיכון כלפי תנועות מחר חדות, הופך את סוחרי ה-carry בין היפני רגישים במיוחד לאווירה של אהבת סיכון בשוק; זינוק פתאומי בשנאת סיכון לרוב יכפה על הסוחרים לממש את פוזיציות השורט על הין היפני. בגרף שמופיע מיד מתחת ניתן לראות את ההשפעה הברורה של התנודתיות בשוק על הין היפני; ה-JPY נע כמעט צעד בצעד יחד עם מדד תנודתיות המטבעות. על כן ישנה סיבה לכך שהין היפני בפרט ומסחר ה-carry בכלל, יישארו רגישים ביותר למגמות הסיכון הרחבות בשווקים.

כל התוכן אשר יינתן במסגרת קורס פורקס בסיסי אינטנסיבי כגון חומר זה הוא בבעלות או תחת רישיון של TRIFX ו/או שותפותיה והינו מוגן תחת חוקי זכויות בישראל ובעולם. TRIFX והחברות אשר מעניקות לה רישיון שומחות את כל זכויות הבעלות על תוכן שכזה, אשר אין לשכפול, להעבירו או להפיצו בכל צורה ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב. כל הסימנים הרשומים, סימני השירות, השמות המסחריים, הלוגו, והגרפיקה המוצגת בקורס פורקס בסיסי אינטנסיבי הם סימנים רשומים של TRIFX ו/או שותפותיה בישראל, בארה"ב ובארצות אחרות. אין לעשות כל שימוש בסימנים אלו ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב.

## ין יפני (JPYUSD) לעומת מדד התנודתיות של DailyFx במהלך 2006-2008

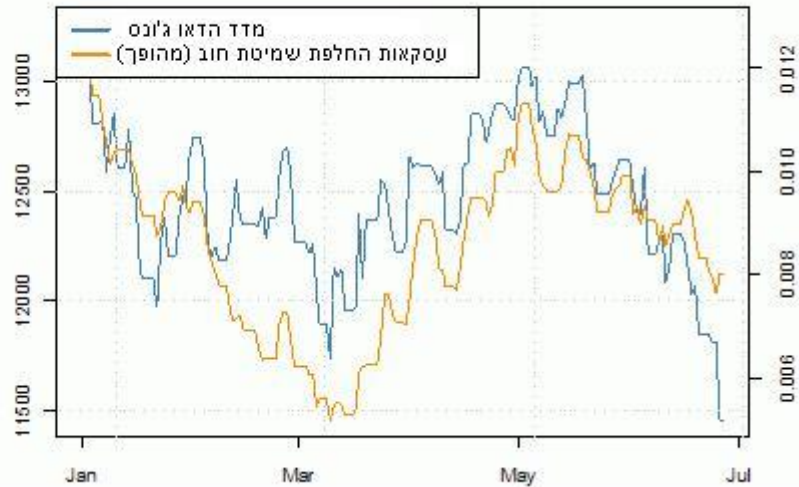


### מה ניתן לצפות ממגמות הסיכון ומסחר ה-carry?

האווירה בשוק יכולה להשתנות ברגע, אולם נראה שבעתיד הקרוב השווקים יהיו כפופים לשנאת סיכון משמעותית ולמצוקה כללית בקרב השווקים הפיננסיים. כבר ניתן לראות כיצד שוקי המניות הגדולים בעולם – שמשמשים מדד לסנטימנט המשקיעים – התרסקו באופן כמעט אחיד במהלך הרבעון השני של השנה. מה שהחל כהתפרצות של משבר בשוק המשכנתאות האמריקני התנפח למימדי ענק של מחנק אשראי עולמי כללי, כשרק מספק מרכזים פיננסיים גלובליים אחדים נותרו נקיים. מספר מדדי אשראי דווקא רשמו שיפור במהלך הרבעון השני של השנה, אולם התדרדרות עדכנית יותר עשויה למעשה לאותת על המשך המצוקה בשווקים הגלובליים. שיעור החלפת עסקאות שמיטת-חוב, המחיר של ההגנה מפני מחיקות בקרב כלי חוב שונים, ירד באופן יציב במהלך מאי לאחר שהגיע לשיא בחודש מרץ. ולאחרונה ניתן לראות כיצד המדד האמור התאושש באופן משמעותי מרמות השפל שרשם בחוד מאי, והמשקיעים הגלובליים משלמים יותר ויותר על מנת להגן על עצמם מפני סיכון אשראי, למול מגוון רחב של כלי חוב חברות. בהינתן החששות רחבי ההיקף מפני מחיקות חוב בשוק האשראי, נראה שאין זה סביר כי אהבת הסיכון עשויה לשוב לשווקים כגל משמעותי בעתיד הנראה לעין.

כל התוכן אשר י"נתן במסגרת קורס פורקס בסיסי אינטנסיבי כגון חומר זה הוא בבעלות או תחת רישיון של TRIFX ו/או שותפותיה והינו מוגן תחת חוקי זכויות בישראל ובעולם. TRIFX והחברות אשר מעניקות לה רישיון שומחות את כל זכויות הבעלות על תוכן שכזה, אשר אין לשכפול, להעבירו או להפיצו בכל צורה ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב. כל הסימנים הרשומים, סימני השירות, השמות המסחריים, הלוגו, והגרפיקה המוצגת בקורס פורקס בסיסי אינטנסיבי הם סימנים רשומים של TRIFX ו/או שותפותיה בישראל, בארה"ב ובארצות אחרות. אין לעשות כל שימוש בסימנים אלו ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב.

### מדד הדאו ג'ונס לעומת שיעור עסקאות החלפת שמיטת חוב (גרף מהופך)



סוחרי האופציות גם כן מתמקמים לקראת המשך הקשיים בשווקים הפיננסיים, והביקוש לאופציות קול על הין (USDJPY פוט) שלט במסחר. האנליסטים שלנו בדקו את הדינאמיקה בשוק האופציות בטווח-הארוך וגילו שהין היפני נוטה להתווסף באופן משמעותי כשמדד ה-Risk Reversal – ההפרש בין המחירים ששולמו לפוטס וקולס מחוץ לתחום הכדאיות – נופל מתחת ל-2%. מחירי האופציות פעלו בדיוק כך עם תחילת סגירת פוזיציות ה-carry, כאשר ה-USDJPY נסחר באזור 120 ומאז התרסק. דוח התפלגות הפוזיציות (COT) מציג תמונה דומה עבור הין.

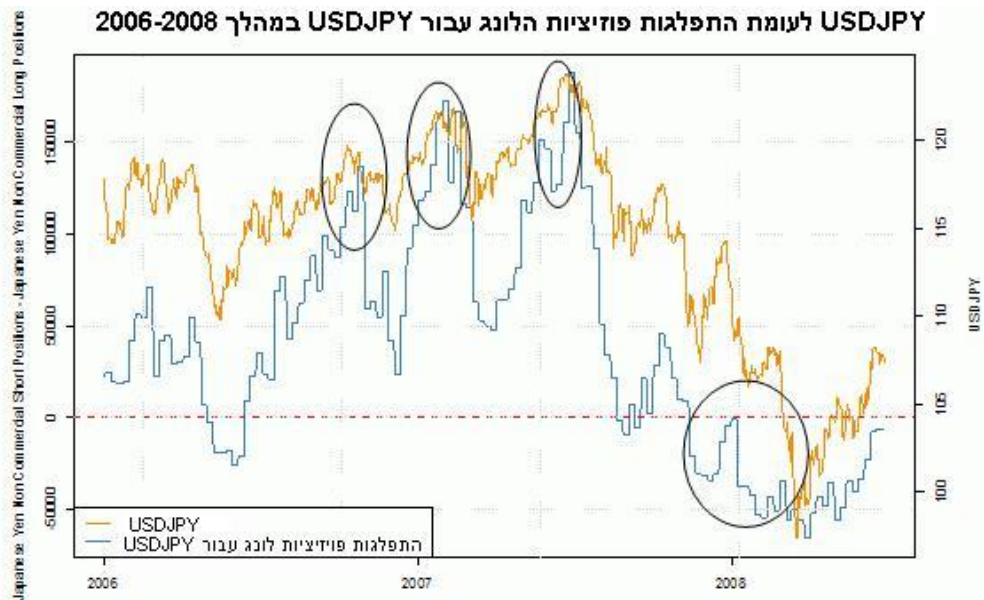
### USDJPY לעומת מדד Risk Reversal ל-3 חודשים עבור USDJPY במהלך 2003-2008



שיעור הפוזיציות הכללי הפך באופן בלתי-מפתיע יותר ויותר דובי כנגד הין היפני (שורי על ה-USDJPY) במהלך הרבעון האחרון בו הין נחלש באופן ברור, אולם העלייה בשאננות עשויה לאותת על תחילתו של מסע התחזקות מחודש עבור הין היפני. בעוד השוק כולו מתחיל לנטות לעבר אותו כיוון במסחר, המרחב להמשך המומנטום של תנועת המחיר באותו הכיוון הולך

כל התוקן אשר יינתן במסגרת קורס פורקס בסיסי אינטנסיבי כגון חומר זה הוא בבעלות או תחת רישיון של TRIFX ו/או שותפותיה והינו מוגן תחת חוקי זכויות בישראל ובעולם. TRIFX והחברות אשר מעניקות לה רישיון שומחות את כל זכויות הבעלות על תוקן שכזה, אשר אין לשכפלו, להעבירו או להפיצו בכל צורה ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב. כל הסימנים הרשומים, סימני השירות, השמות המסחריים, הלוגו, והגרפיקה המוצגת בקורס פורקס בסיסי אינטנסיבי הם סימנים רשומים של TRIFX ו/או שותפותיה בישראל, בארה"ב ובארצות אחרות. אין לעשות כל שימוש בסימנים אלו ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב.

ומצטמצם. ראינו כיצד הדינאמיקה הזו מתממשת פעמים רבות במהלך השנים האחרונות של מסחר בין היפני, כאשר התפלגות פוזיציות שורט קיצונית עבור הין (לונג USDJPY) הפכה עורה להתחזקות משמעותית של הין. הדוגמא העדכנית ביותר של הדינאמיקה האמורה הינה מחודש דצמבר 2007, כאשר התפלגות הפוזיציות כמעט ועלתה מעל הנטייה הדובית עבור הין. בהינתן שהצמד היה נתון במגמה דובית כללית, הצטברות הלונגים על ה-USDJPY היוותה תחמושת מספקת להתרסקות שהגיעה מיד לאחר מכן בצמד USDJPY. עם זאת, כמובן שעל הין היה לדלג מעל מספר משוכות פונדמנטליות שעמדו בדרכו לקראת הזינוק מעלה.



### הבנק של יפן הוא אחד מהבנקים המרכזיים הבודדים שאינם מודאגים מהאינפלציה

מבחינה היסטורית, הין היפני נחלש על רקע פערי התשואה שעומדים לרעתו כנגד המטבעות העיקריים, ולאור הצפי הדובי יחסית בנוגע לשער הריבית המטבע עשוי להמשיך ולהיחלש בטווח-הבינוני. הבנק של יפן מספק כרגע את שער הריבית הנמוך ביותר מבין כל הבנקים המרכזיים בעולם, והצפי הסביר עבור האינפלציה המקומית צפוי לאפשר לבנק להותיר את הריבית תחת שער נמוך ביותר גם בעתיד הנראה לעין. בניגוד לכללות רבות אחרות בעולם, שיעור האינפלציה השנתי ביפן נתון באזור האמצע של טווח יעד האינפלציה שקבע הבנק. העלייה המטאורית במחירי האנרגיה משפיעה בהיקף מצומצם יותר על העלייה במחירים ביפן; כאשר מבצעים תקנון על פי התמ"ג, מגלים כי הכלכלה היפנית כמעט ואינה מושפעת מהעלייה במחירי האנרגיה. כתוצאה מכך, לא מפתיע לציין שהשווקים לא תמחרו שום העלאת ריבית מצדו של הבנק של יפן במהלך החודשים הבאים.

על פי שיעור Overnight Index Swaps, השווקים צופים שהבנק של יפן יעלה את הריבית היומית בשיעור כולל של 0.29% במהלך המחצית השנייה של 2009 – עלייה מחווירה בהשוואה לצפי עבור הפד – 0.95% ועבור הבנק המרכזי של אירופה – 0.68%. התרחבות פער התשואה פועל לרעתו של הין אל מול המטבעות העיקריים, ולחצים מן הסוג הזה עשויים להוביל להמשך ההחלשות של הין. כבר כעת אנו רואים שהביצועים של הדולר הניו-זילנדי הולכים ויורדים על

כל התוכן אשר ינתן במסגרת קורס פורקס בסיסי אינטנסיבי כגון חומר זה הוא בבעלות או תחת רישיון של TRIFX ו/או שותפותיה והינו מוגן תחת חוקי זכויות בישראל ובעולם. TRIFX והחברות אשר מעניקות לה רישיון שומרות את כל זכויות הבעלות על תוכן שכזה, אשר אין לשכפול, להעבירו או להפיצו בכל צורה ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב. כל הסימנים הרשומים, סימני השירות, השמות המסחריים, הלוגו, והגרפיקה המוצגת בקורס פורקס בסיסי אינטנסיבי הם סימנים רשומים של TRIFX ו/או שותפותיה בישראל, בארה"ב ובארצות אחרות. אין לעשות כל שימוש בסימנים אלו ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב.

רקע הירידה בתחזיות הריבית. ואכן, הבנק של ניו-זילנד חרץ את גורלו של המטבע המקומי לירידות חדות כאשר הצהיר מפורשות שהוא מתכנן לקזז בשער הריבית מוקדם יותר מכפי שתכנן, במהלך החודשים הקרובים. שיעור Overnight Index Swaps מצביע כעת על צפי לקיזוז מסחרר בשיעור של 1.25% משער הריבית על ידי הבנק המרכזי של ניו-זילנד, והדולר הניו-זילנדי נחלש בתגובה.

חשוב יהיה לעקוב אחר התחזית הכלכלית עבור הכלכלה היפנית, מאחר שהיא קשורה לעתידו של שער הריבית המקומי. למרות שאין זה כה סביר, אנו עשויים לחזות בעלייה מהירה בלחצים האינפלציוניים וירידה ביציבות המחיר. דינאמיקה שכזו עשויה לכפות על הבנק של יפן לייקר את הריבית עבור הין היפני נושא התשואה הנמוכה, אולם עלינו גם לזכור שהבנק של יפן ישתהה עם פעולה נחרצת, אלא אם כן יגיע לצוק העתים. בהתחשב בכך ש-7 השנים האחרונות היו נתונות בסימן דפלציוני, רק כעת יפן רואה את מדד המחירים לצרכן חוזר לרשום נתונים חיוביים. כתוצאה מכך ייתכן שהזינוק הנוכחי בנתון הכותרת של המדד עשוי שלא להתרגם לעלייה מתמשכת בצפי האינפלציה, בעוד שדור שלם ירידה שנתית במחירים נותר טבוע עמוק בזכרונו של הצרכן המקומי. יתר על כן, הבנק של יפן יהיה מאופק במיוחד בכל כוונה לרסן את המדיניות המונטרית, לנוכח החיזור בהוצאה הצרכנית המקומית. על פי לשכת הסטטיסטיקה הממשלתית, ההוצאה הצרכנית נפלה בשיעור שנתי של 3.2% במהלך חודש מאי – זהו הנתון הגרוע ביותר מזה כמעט שנתיים. בהינתן הגורמים הללו, ניתן לטעון כי הבנק של יפן לא ימהר לייקר את הריבית, בהשוואה לבנקים מרכזיים אחרים. לפיכך, המטבעות העיקריים יישארו עם יתרון של פער תשואה, לעומת הין היפני.

האינפלציה ביפן במהלך 1998-2008



### ה-EURJPY עשוי להמשיך ולהתחזק על רקע הנטייה הנצית של הבנק המרכזי של אירופה

הצפי הרווח בשווקים היה כי הבנק המרכזי של אירופה ייקר את הריבית וכתוצאה מכך זינק התמחור של פער התשואה החיובי של האירו אל מול הין. בנוסף, האירו-ין יפני נסק לשיעורי שיא של כל הזמנים על רקע ההתפתחויות השוריות הברורות. השאלה האם האירו מסוגל להמשיך ולהתחזק תהיה תלויה בשאלה האם הבנק המרכזי של אירופה יענה לצפי האגרסיבי בשווקים, אשר מתמחרים את המשך התרחבות פער התשואה; ההתבטאויות הנוכחיות מצדו של ה-ECB לא הבהירו באופן מפורש כי הבנק המרכזי ייקר את הריבית בהתאם לצפי בשווקים. חשוב ביותר

כל התוכן אשר יונתן במסגרת קורס פורקס בסיסי אינטנסיבי כגון חומר זה הוא בבעלות או תחת רישיון של TRIFX ו/או שותפותיה והינו מוגן תחת חוקי זכויות בישראל ובעולם. TRIFX והחברות אשר מעניקות לה רישיון שומחות את כל זכויות הבעלות על תוכן שכזה, אשר אין לשכפול, להעבירו או להפיצו בכל צורה ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב. כל הסימנים הרשומים, סימני השירות, השמות המסחריים, הלוגו, והגרפיקה המוצגת בקורס פורקס בסיסי אינטנסיבי הם סימנים רשומים של TRIFX ו/או שותפותיה בישראל, בארה"ב ובארצות אחרות. אין לעשות כל שימוש בסימנים אלו ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב.

יהיה לעקוב אחר ההצהרות הרשמיות של ה-ECB ככל שהן קשורות לעתידה של התשואה המקומית, זאת מאחר שנראה שכל אכזבה בנושא מגבירה את הסיכונים כלפני מטה עבור הצמד. אותם הלחצים שנובעים מסנטימנט הסיכון עבור הצמד USDJPY מאיימים להזיק ל-EURJPY; כל התפרצות משמעותית של תנודתיות בשווקים עשויה להוליד ירידות דרמטיות ב-EURJPY. בהתחשב בכך שהצמד נפל כמעט 1400 פיפס במהלך 30 יום בלבד, מיד לאחר תחילת משבר הסאבפריים, ניתן בקלות להעלות על הדעת תרחיש חוזר עם התפרצות המחודשת של פאניקה פיננסית עולמית.

### אחרי מה עלינו לעקוב במהלך הרבעון השלישי בכל הקשור לין היפני?

השאלה האם הין היפני ימשיך במגמת הירידה שהתווה ברבעון השני תהיה תלויה באופן כמעט בלעדי בצפי עבור השווקים הפיננסיים הגלובליים, אולם סוחרי הפורקס יתמקדו בנוסף בצפי התשואה הרלוונטי עבור יפן ושאר הכלכלות המרכזיות. ראינו כיצד הין היפני התחזק באופן משמעותי במהלך המחצית השנייה של 2007 והרבעון הראשון של 2008, על רקע הטלטה הנרחבת בשווקים, אולם ההתפתחויות הרחבות יותר בתנאי השוק הפכו את המטבע נושא התשואה הנמוכה לבעל הביצועים הגרועים ביותר בקרב מטבעות ה-G10 מאז חודש אפריל. עם זאת, ברור שהשווקים הפיננסיים טרם יצאו מכלל סכנה; מספר מדדים מרכזיים מאותתים על המשך הירידה באהבת הסיכון ביחס לשוקי המניות הבולטים. דינאמיקה שכזו מיתרגמת לביקוש חזק להגנה מפני התחזקות של הין היפני; בהתחשב בחששות מפני התחזקות מהירה של הין, סוחרי האופציות הגנו על באדיקות על הוראות הפוט עבור ה-USDJPY. בסיכומו של עניין, אנו סבורים שהסיכונים עבור הין ממשיכים להיות כלפי מעלה (צפי דובי עבור ה-USDJPY) המהלך הרבעון השלישי, אולם מספר פקטורים מורידים מאוד את רמת הביטחון שלנו בכל הקשור לין, כשהרבה יהיה תלוי בשווקים הגלובליים אשר מפגינים מידה דומה של חוסר החלטיות.

### תחזית טכנית עבור הצמד USDJPY מאת ג'יימי סטלה

אין שינוי בתחזית בטווח הארוך לנפילה מתחת 80, אולם חלוקת הגלים מהפסגה ב-124.13 השתנתה. התרחיש המועדף מתייחס לירידה מ-124.13 כקו אלכסוני מוביל. במסגרת תרחיש זה (ובהתחשב בחולשה של הצמד בטווח הקצר), המסע כולו מ-95.72 עשוי להוות גל 2 שהסתיים. אם אכן כך הדבר, הרי שגל 3 יורד נמצא בשלבים הראשוניים שלו. עם זאת, סביר יותר להניח שהמסע מ-95.72 השלים רק את צלע a של גל 2. קווים אלכסוניים מובילים לרוב מביאים לתיקונים עמוקים – לעתים תכופות עד לעומק של 78.6% מהמהלך. תיקון של 78.6% עשוי להביא לפסגת גל 2 בקרבת 118.00. תיקון של 61.8% בלבד יציב את הפסגה ב-113.30. המתווה הצפוי עבור הצמד USDJPY מופיע על הגרף (ירידה בצלע b של גל 2, אז עלייה ופסגה בצלע c של גל 2). התרחיש האלטרנטיבי מתייחס לנפילה מ-124.13-95.72 כתיקון W-X-Y (7 צלעות מתקנות). עם זאת, אין זה ברור כיצד מהלך שכזה מתיישב בקנה המידה הגדול יותר (בתרשים החודשי ברור למדי שהצמד פרץ מתוך גל 4 של משולש דובי).

USD/JPY Daily Chart (Source: TradeStation 8.3)



כל התוכן אשר י"נתן במסגרת קורס פורקס בסיסי אינטנסיבי כגון חומר זה הוא בבעלות או תחת רישיון של TRIFX ו/או שותפותיה והינם מוגן תחת חוקי זכויות בישראל ובעולם. TRIFX והחברות אשר מעניקות לה רישיון שומרות את כל זכויות הבעלות על תוכן שכזה, אשר אין לשכפול, להעבירו או להפיצו בכל צורה ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב. כל הסימנים הרשומים, סימני השירות, השמות המסחריים, הלוגו, והגרפיקה המוצגת בקורס פורקס בסיסי אינטנסיבי הם סימנים רשומים של TRIFX ו/או שותפותיה בישראל, בארה"ב ובארצות אחרות. אין לעשות כל שימוש בסימנים אלו ללא הרשאתה מראש של TRIFX בכתב