



# *Japonskému jenu vychází slunce*

Nákup japonského jenu - prodej amerického dolaru

Štěpán Pírko

květen 2006

## Japonský jen na vzestup

Při důkladné analýze současných a očekávaných ekonomických faktorů vychází najevo, že nákup jenu a prodej amerického dolaru by mohl patřit k nejzajímavějším investicím roku 2006.

### Situace

Americký dolar se nachází v dlouhodobém sestupném trendu, jehož hlavní příčinou je nerovnováha v obchodní bilanci USA. Spojené státy dovážejí mnohem více zboží, než jsou schopny vyvézt a tak vzniká nerovnováha. Přírodným způsobem odstranění této nerovnováhy je pokles hodnoty dolaru, který Američanům zdražuje dovozy a naopak zvýhodňuje jejich výrobky v zahraničí. I přesto, že dolar od roku 2002 do roku 2005 ztratil 30% své hodnoty, nerovnováha se nevyrovnala, naopak se prohlubuje. V roce 2005 se pád dolaru zastavil a americká měna dokonce posilovala, protože Fed razantně zvyšoval úrokové sazby a vysoké úroky lákaly investory uchovat své peníze v dolarech. Nyní je však růst úroků zřejmě u konce a staré nemoci dolaru opět vyplouvají na světlo. Další pokles dolaru je velmi pravděpodobný a japonský jen je jednou z nejzajímavějších měn, kterou proti dolaru spekulovat.

Obr. 1 Dlouhodobý vývoj jenu/dolaru; Japanese Yen futures (CME) 1988 - 2006



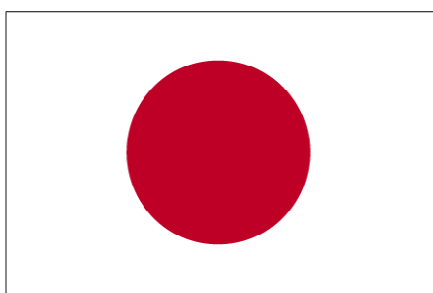
## 8 důvodů pro obchod JPY/USD

Tato analýza navazuje na naše předchozí analýzy týkající se amerických akciových indexů, amerických dluhopisů a dolaru a dalších měn. Již v nich byla popsána nezáviděníhodná situace, do které se americká ekonomika dostala kvůli největšímu zadlužení v historii jak obyvatel, tak vlády a rovněž zahraniční obchodní nerovnováhy. Ta by měla vyústit v další pokles amerického dolaru.

Naopak japonský jen je dlouhodobě na nízké úrovni, protože po celá devadesátá léta na tom japonská ekonomika nebyla nejlépe a úrokové sazby jsou blízko nuly. Co však zajímá finanční trhy není minulost, ale očekávání budoucnosti. Silný ekonomický růst v Asii, který by měl pokračovat ještě mnoho let, potáhne vzhůru zemi vycházejícího slunce jako největší ekonomiku v regionu. S tím souvisí i růst japonského jenu.

Tab. 1 Přehled důvodů k růstu japonského jenu a poklesu US dolaru

### Japonský jen - důvody k růstu



1. Boom v Asii táhne Japonsko vzhůru
2. Úrokové sazby by mohly začít růst
3. Přebytek obchodní bilance Japonska
4. Proxy měna pro čínský juan

### US dolar - důvody k poklesu



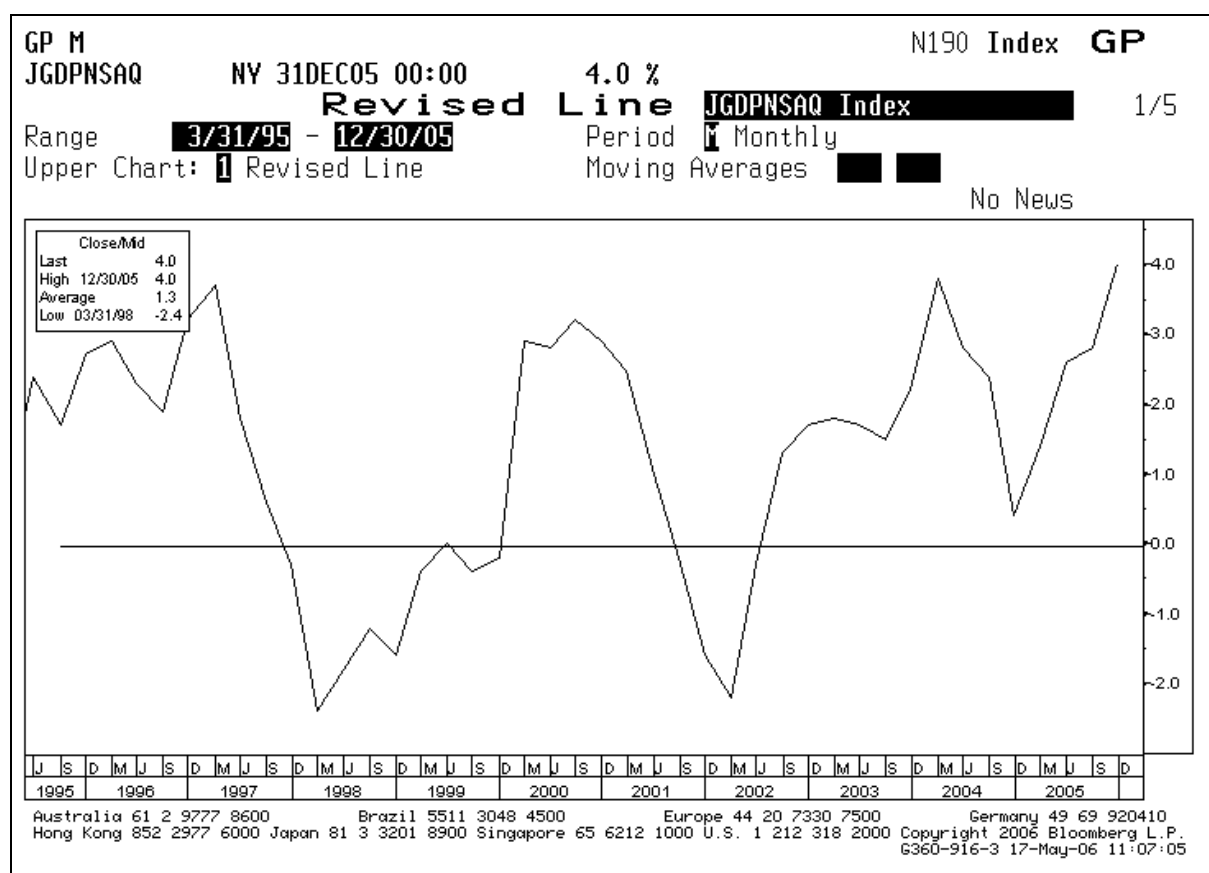
5. Konec růstu úrokových sazeb USA
6. Ekonomika USA na vrcholu
7. Deficit obchodní bilance USA
8. Pokles politické důvěry

## 1. Boom v Asii táhne Japonsko vzhůru

Japonsko je druhou největší ekonomikou světa a největší ekonomikou Asie. V devadesátých letech prožívalo ekonomický útlum, který přišel po kolapsu trhu akcií a nemovitostí v roce 1990. Hospodářství prošlo restrukturalizací a odbouráním starých dluhů a neefektivních firem a nyní plně těží z příslušnosti k regionu, který vykazuje největší ekonomický boom na světě. Čína, Indie a další ekonomiky strmě rostou a Japonsko je tradičně jejich významným dodavatelem, zejména technologicky vyspělých výrobků, které tyto země při své modernizaci potřebují. Japonská ekonomika má našlápnuto a je tak říkajíc ve správném čase na správném místě. Tempo růstu japonské ekonomiky se vyšplhalo na 4%, což je výše než ve Spojených státech.

Na Obr. 2 je vývoj meziročního růstu japonské ekonomiky. V letech 1998 až 2002 se ekonomika dostávala z recese, nyní roste tempem 4% ročně.

Obr. 2 Tempo růstu reálného HDP v Japonsku, meziročně (YOY)



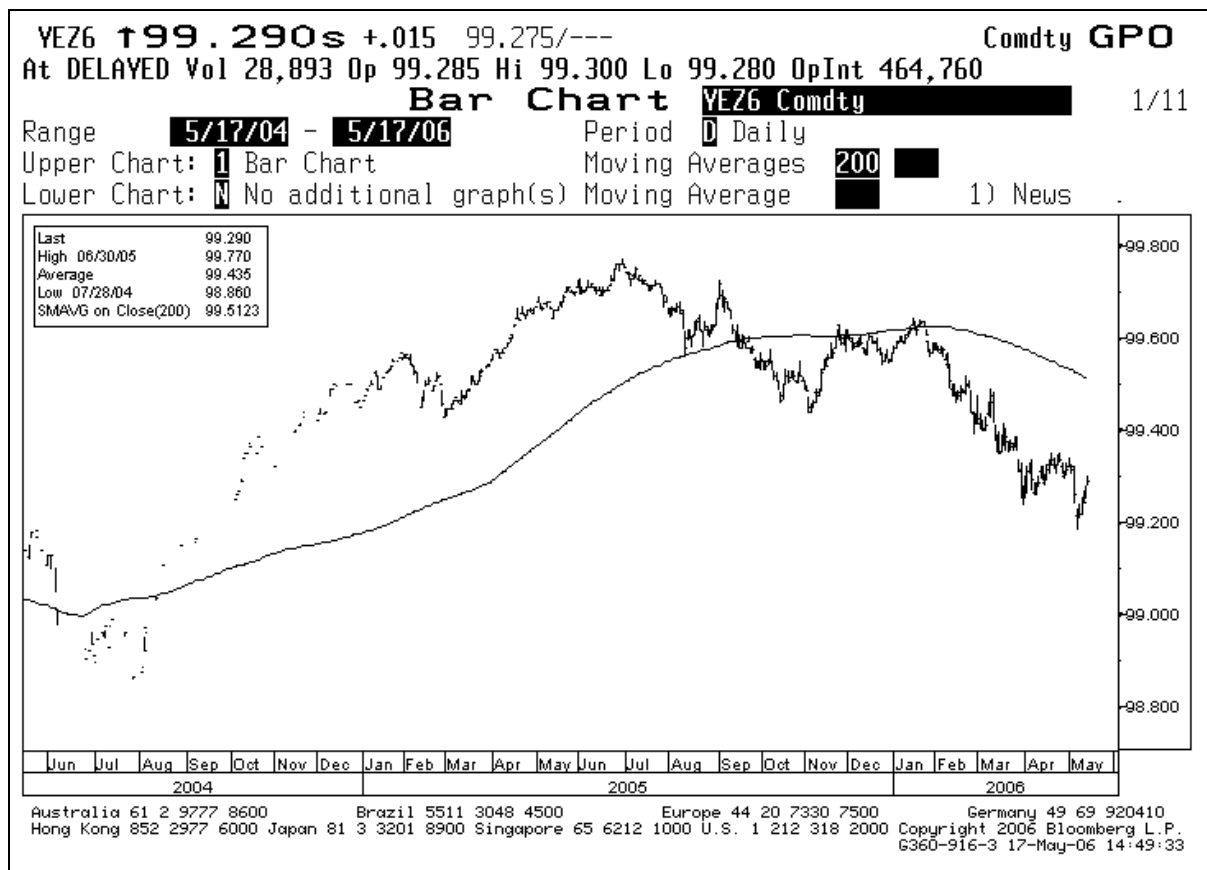
## 2. Úrokové sazby v Japonsku by mohly začít růst

Vývoj na trhu eurojenu a dluhopisů JGB naznačuje, že investoři nevyklučují zvýšení úrokových sazeb na jen. Ty se již mnoho let drží na téměř nulové úrovni, jde o tzv. politiku ZIRP (zero interest rate policy), která měla vytvořit podporu při reformách ekonomiky v 90. letech. Silný ekonomický růst však donutí Bank of Japan politiku levných peněz ukončit a to by mělo pro finanční trhy dalekosáhlé důsledky. Mnoho spekulantů si totiž téměř zdarma půjčuje jeny a investuje je do jiných aktiv, které nesou vyšší výnos. Tyto tzv. carry obchody jsou velmi rozšířené mezi hedgovými fondy. Pokud by došlo k uzavírání těchto pozic, japonská měna by strmě posílila, jako tomu bylo v roce 1998.

Na Obr. 3 je kurz futures kontraktu na eurojen, kontrakt vyjadřující očekávanou výši úrokových sazeb na jen v prosinci 2006. Kurz kontraktu je kótován 100 minus úroková sazba, proto při aktuálním kurzu 99,29 trh očekává, že v prosinci budou úroky na tříměsíční vklad 0,71%, zatímco aktuálně jsou 0,20%.

Na grafu je zřetelný obrat trendu ve 4. kvartálu 2005, kdy kurz prolomil klíčový indikátor 200 denní klouzavý průměr a jak kurz, tak dlouhodobé klouzavé průměry nyní směřují dolů a indikují sestupný trend, tj. růst úrokových sazeb v budoucnu.

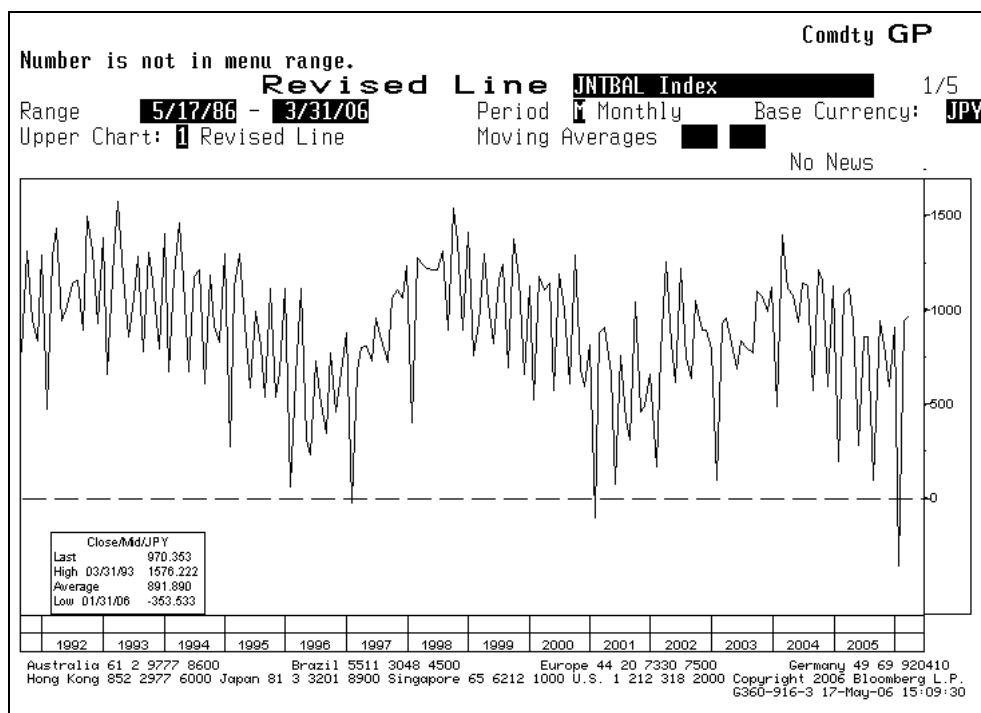
Obr. 3 Eurojen futures prosinec 2006 - předzvěst růstu úrokových sazeb



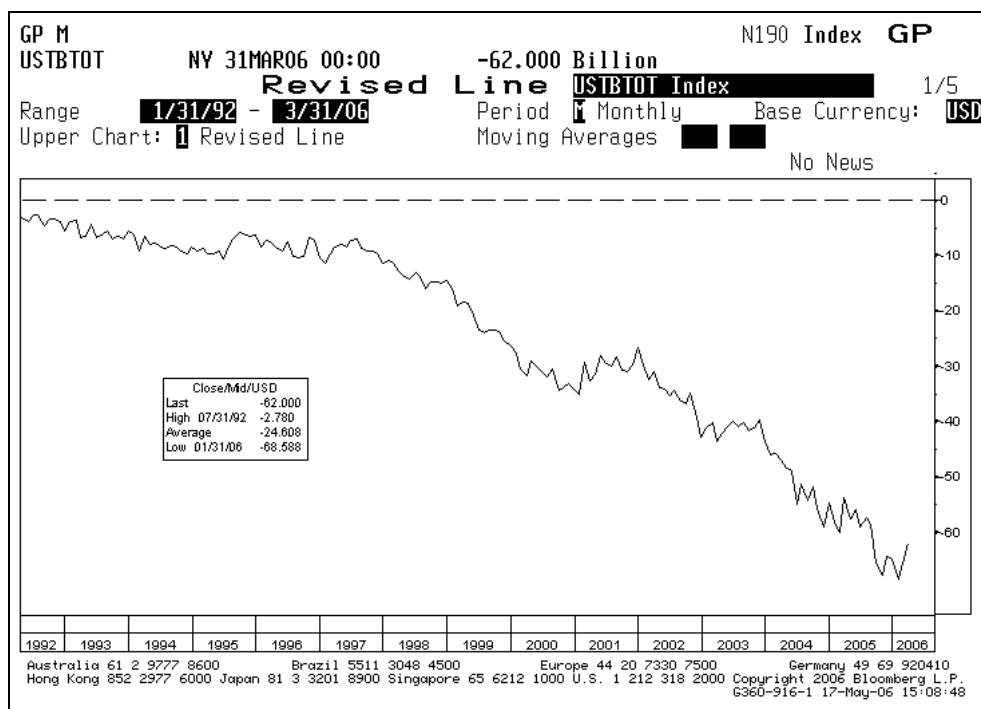
### 3. Přebytek obchodní bilance Japonska

Jednoduchý pohled na následující 2 grafy nepotřebuje velký komentář. Na Obr. 4 je obchodní bilance Japonska a na Obr. 5 je saldo zahraničního obchodu Spojených států. Jde o měsíční salda od roku 1992, přerušovaná čára představuje nulové saldo, kdy jsou dovozy a vývozy zboží a služeb v rovnováze, údaje nad nulou představují aktivní bilanci zahraničního obchodu, kdy země vyváží více než dováží a pod čarou je bilance v deficitu. Japonsko si udržuje obchodní bilanci pozitivní, zatímco bilance USA je v deficitu, který se stále prohlubuje.

Obr. 4 Obchodní bilance Japonska, měsíční saldo (miliardy JPY)



Obr. 5 Obchodní bilance USA, měsíční saldo (miliardy USD)



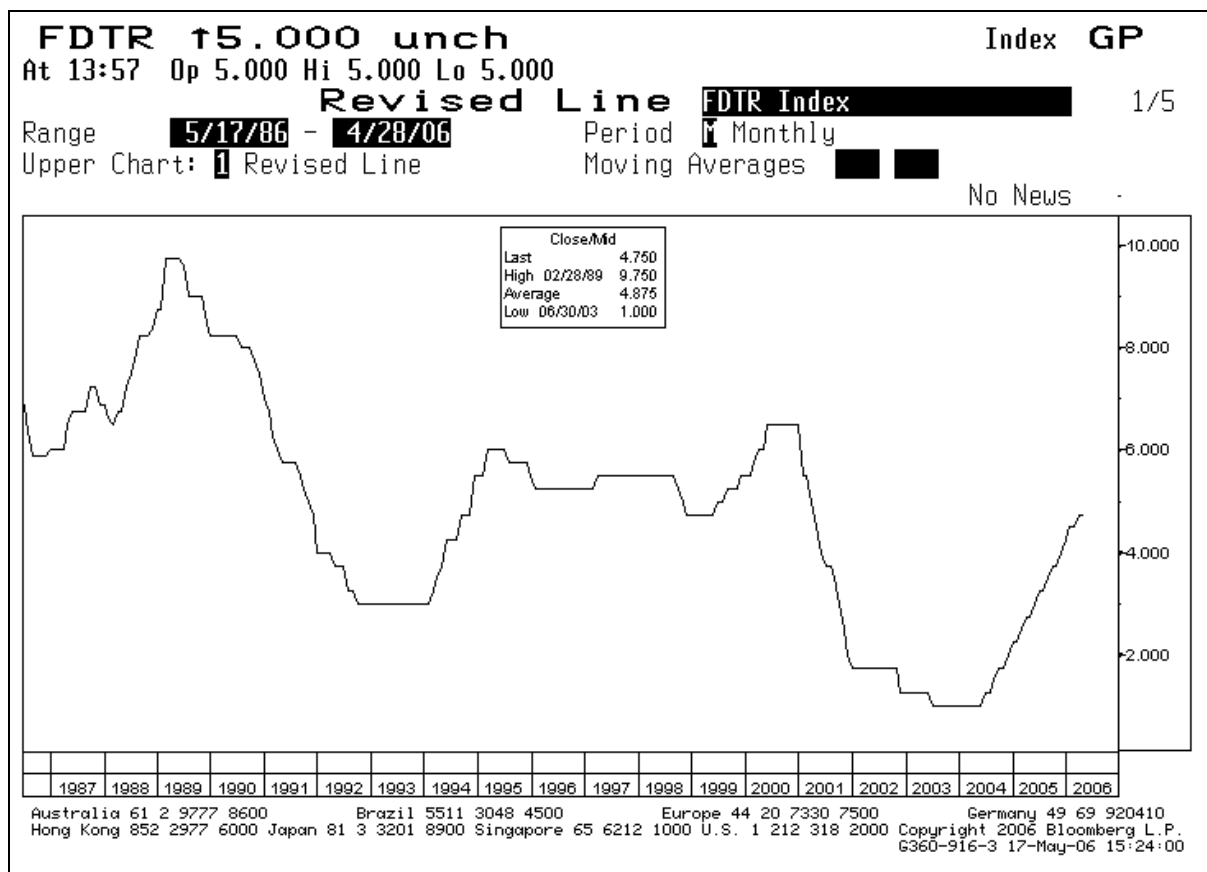


## 5. Konec růstu úrokových sazeb v USA se blíží

Americký dolar v roce 2005 rostl proti většině světových měn. Hlavní příčinou tohoto jevu bylo razantní zvýšení úrokových sazeb. Americká měna se tak díky vysokému výnosu stala pro investory atraktivní i přes to, že čekají dlouhodobý pokles dolaru. Nyní je však růst úroků velmi pravděpodobně u konce. Proč? Úroky již vyšplhaly na 5% a to je v předlužené americké ekonomice příliš. Někteří ekonomové upozorňují, že je to přespříliš, protože americká ekonomika je zadlužená nejvíce od velké hospodářské krize ve 30. letech minulého století. Fed bude nucen růst úroků zastavit a pak se znovu objeví staré nemoci USA - nerovnováha obchodní bilance a předluženost. Navíc jiné významné ekonomiky také zvýšily úrokové sazby a hlásí další zvyšování do budoucna, proto výhoda úrokového diferenciálu je pro dolar již minulostí. Navíc již v aktuálních kurzech na burzách je zohledněno zvýšení úroků na 5,5% v tomto roce, pokud tedy Fed nepřekoná tuto úroveň, budou investoři zklamáni.

Na Obr. 7 je zachycen vývoj úrokových sazeb v USA. 30. června 2004 začal Fed zvyšovat úroky z úrovně 1% a po 16 zvýšeníh se úroky dostaly na 5%. To poskytovalo velkou podporu pro dolar, protože v období historicky nízkých úrokových sazeb se investoři rozhodovali i podle malých rozdílů v sazbách.

Obr. 7 Krátkodobá úroková sazba v USA



## 6. Ekonomika „na steroidech“ je na vrcholu

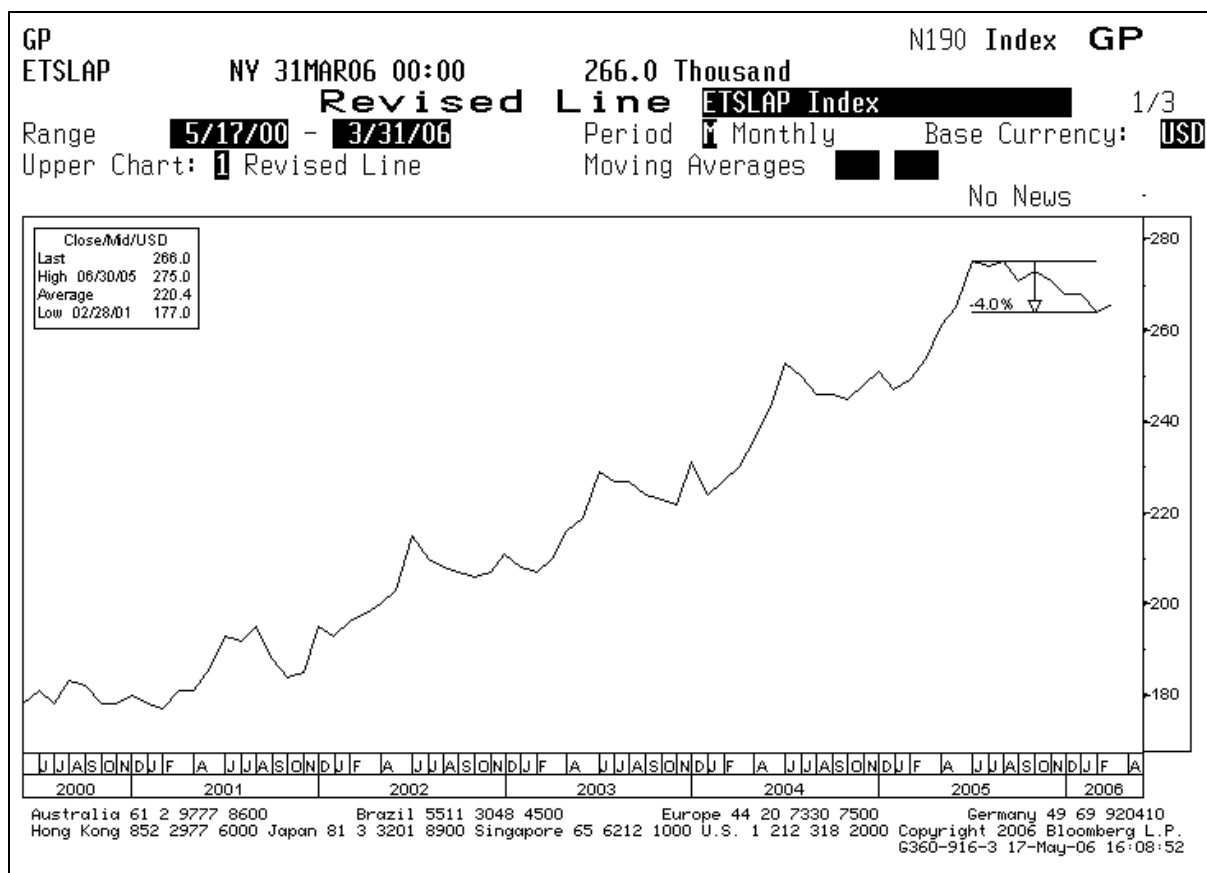
Při pohledu na aktuální údaje o americké ekonomice se zdá, že není důvod ke znepokojení. Avšak trhy reagují s předstihem a v blízké budoucnosti to s americkou ekonomikou nemusí vypadat příliš růžově.

Ekonomika USA je tažena soukromou spotřebou a ta dostala v posledních letech dvě velké povzbuzující injekce: daňové škrty a pokles úrokových sazeb způsobující růst trhu nemovitostí. A právě druhá podpora se může stát velkým problémem. Rostoucí ceny nemovitostí, pokles úroků a finanční vynalézavost amerických bank umožnila Američanům se tzv. refinancovat, což pro majitele nemovitostí znamenalo získat dodatečné peníze, pouhou finanční operací. Různé studie se rozcházejí v přesných číslech, ale shodují se na tom, že refinancování stojí za zhruba polovinou růstu americké ekonomiky v posledních letech. Kdy toto skončí? Až se růst cen domů zastaví a úroky vzrostou. Kdy k tomu dojde? K tomu již dochází nyní. Ceny nemovitostí již stagnují nebo klesají a úroky naopak rostou. Co se stane, až refinancování skončí? Oslabí domácí poptávka a to stáhne ekonomiku dolů.

George Soros předpovídá, že americká ekonomika v roce 2007 zažije recesi. A mnoho dalších ekonomů upozorňuje, že ekonomika USA přežívala kvůli refinancování hypoték de-facto „na steroidech“. Co se stane, když tyto látky vysadí?

Na Obr. 8 je zobrazen vývoj cen domů a bytů v USA. Od roku 2001 je zřetelný strmý růst, avšak v červnu 2005 došlo k zastavení růstu cen, přesně 1 rok od počátku zvyšování úrokových sazeb. Od té doby ceny klesly o 4%. Zastavení růstu nebo dokonce pokles cen spolu s vysokými úroky omezí možnosti refinancování a oslabí tím spotřebitelskou poptávku.

Obr. 8 Index cen domů a bytů v USA (Zdroj: National Association of Realtors, Bloomberg)



## 7. Deficit obchodní bilance USA

Hlavním problémem americké ekonomiky je stále se prohlubující deficit obchodní bilance a obrovské předlužení. Deficit již přesahuje 60 miliard dolarů měsíčně. K vyrovnání této nerovnováhy tak Spojené státy musí každý pracovní den přilákat do země zahraniční kapitál v objemu 2,7 miliardy dolarů. Nebo dolar propadne. Dopusud je rovnováha zajišťována tím, že asijské ekonomiky kupují americké dluhopisy. Co se však stane, až začnou mít dolarů příliš a budou diverzifikovat do jiné měny nebo například zlata?

Tristní vývoj americké obchodní bilance je na Obr. 5 výše.

## 8. Pokles politické důvěry, rezervní měna

Americkému dolaru rozhodně neprospívá ani výbojná zahraniční politika prezidenta George Bushe. Americký dolar byl totiž od druhé světové války mnohými považován za nejbezpečnější měnu světa. Většina centrálních bank světa udržuje své rezervy v dolarech a „zelené bankovky“ se těší důvěře ve většině regionů světa. Avšak zahraniční politika prezidenta Bushe v posledních letech tuto důvěru snižuje a mnoho zahraničních i amerických investorů raději preferuje jiné měny.

I takový pojem jako je Warren Buffett, zřejmě nejúspěšnější investor současnosti, se nechal slyšet, že poprvé ve svém životě nakoupil zahraniční měny - není si jist vývojem amerického dolaru. A uváděná částka není zanedbatelná, přes 10 miliard USD.

V květnu zveřejnila agentura Reuters zprávy, že Čína by mohla zvyšovat podíl zlata ve svých devizových rezervách na úkor držení dolaru. Pokud by k tomuto kroku došlo, mělo by to na dolar neblahý vliv nejen kvůli jeho prodejům, ale také jako psychologický impuls pro ostatní centrální bankéře světa. Čína drží největší devizové rezervy na světě, které nyní dosahují téměř 900 miliard USD.

## Technická analýza

Z dlouhodobého měsíčního grafu je zřejmé, že nyní se nacházíme v obchodním pásmu mezi 102 a 121 jeny za dolar. V tomto pásmu je nastolen trend dolů, klíčový dlouhodobý support je 102.

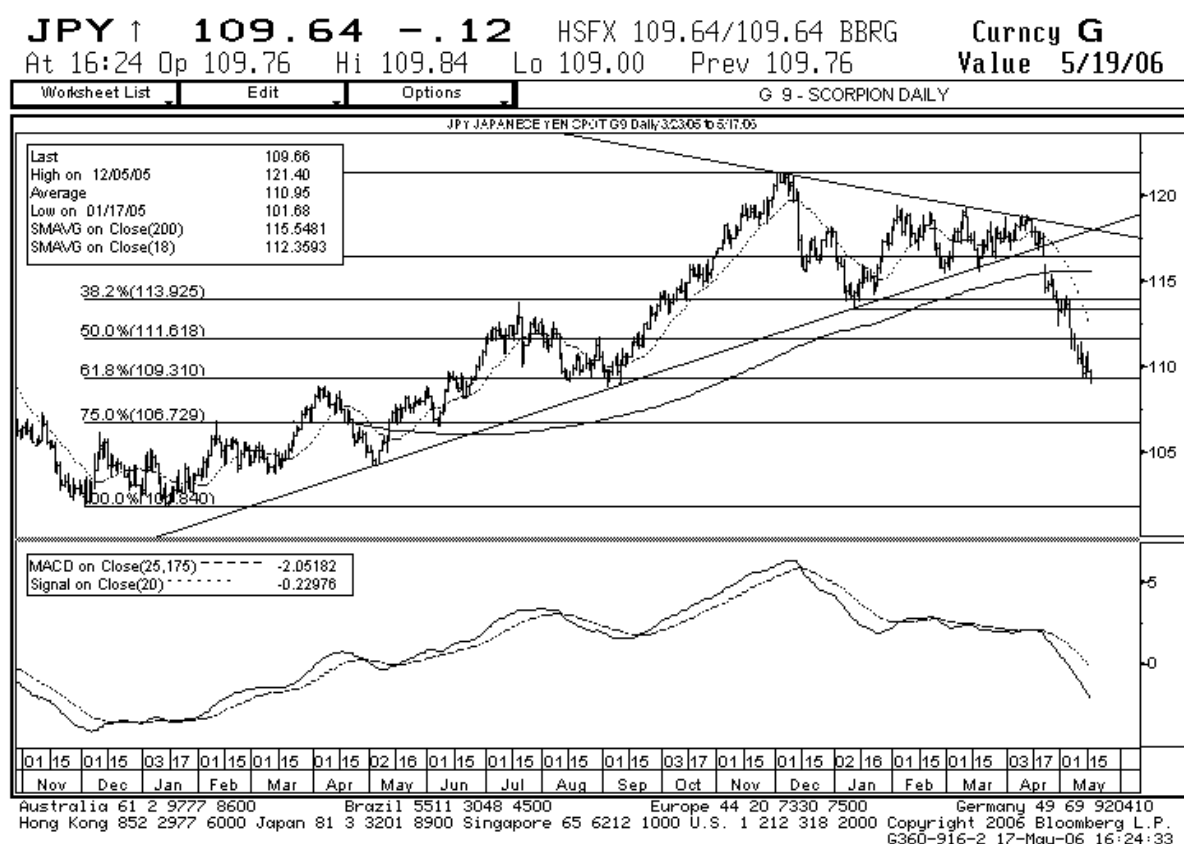
Obr. 9 JPY/USD spot - dlouhodobý měsíční graf



Na krátkodobém grafu (viz. Obr. 10) je situace zřetelnější: Po zasedání G7 došlo 24. dubna 2006 k silnému breaku směrem dolů s gapem. Kurz i krátkodobé klouzavé průměry spadly pod 200 denní klouzavý průměr a jsme jednoznačně v sestupném trendu. Poté došlo k prolomení supportu 113,43, který je nyní důležitou resistencí. Propad pokračuje až dodnes, avšak jsme velmi blízko technického supportu na úrovni 109,31, což je 62% retracement předchozího růstového trendu 12/2004 až 12/2005 a zároveň je zde silný support z lokálního minima v září 2005. Také z pohledu času jsme velmi blízko možného krátkodobého obratu, protože délka poslední klesající vlny je blízko svého vyčerpání (metoda odpočítávání Toma Demarka).

Z výše uvedeného je tedy zřejmé, že i přes střednědobý sestupný trend je možné očekávat krátkodobou korekci. Ta bude ideální pro vstup do pozic na pokles, tedy posílení jenu vůči dolaru. Ideální vstupy jsou na resistencích 110,80; 112,15 a nejvíce konzervativní na ceně 113,80 (50% retracement poklesu duben - květen).

Obr. 10 JPY/USD spot, denní graf



Pro bližší informace ohledně vstupu do trhu, omezení rizika a dalších parametrů obchodu kontaktujte společnost Colosseum, a.s.

## UPOZORNĚNÍ

TATO ZPRÁVA JE POUZE INFORMATIVNÍ A NENÍ MYŠLENA JAKO NÁVRH NEBO NABÍDKA KE KOUPI ČI PRODEJI JAKÉKOLIV KOMODITY, FUTURES KONTRAKTU, OPCE NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE. AČKOLIV FAKTA A INFORMACE ZDE OBSAŽENÉ JSOU ZÍSKÁNY ZE ZDROJŮ, KTERÉ COLOSSEUM, A.S. („SPOLEČNOST“) POVAŽUJE ZA VĚROHODNÉ, NEZARUČUJEME JEJICH PŘESNOST A JAKÁKOLIV INFORMACE MŮŽE BÝT NEÚPLNÁ NEBO ZKRÁCENÁ. SPOLEČNOST NEODPOVÍDÁ ZA TYPOGRAFICKÉ CHYBY V TÉTO ZPRÁVĚ. VEŠKERÉ NÁZORY A ODHADY V TÉTO ZPRÁVĚ VYJADŘUJÍ NÁZOR SPOLEČNOSTI K DATU TÉTO ZPRÁVY A VYHRAZUJE SI PRÁVO NA JEJICH ZMĚNU BEZ PŘEDCHOZÍHO UPOZORNĚNÍ.

SPOLEČNOST, JEJÍ POBOČKY, PŘEDSTAVITELÉ A/NEBO ZAMĚSTNANCI MOHOU, ALE NEMUSÍ KDYKOLIV DRŽET KRÁTKÉ A/NEBO DLOUHÉ POZICE V JAKÉKOLIV KOMODITĚ, FUTURES KONTRAKTU, OPCÍ NEBO JINÉM INVESTIČNÍM NÁSTROJI ZMIŇOVANÉM V TÉTO ZPRÁVĚ. PŘÍKAZY UVEDENÉ V TOMTO DOKUMENTU MOHOU BÝT POUZE ILUSTRATIVNÍ A SPOLEČNOST JE MŮŽE, ALE NEMUSÍ PROVÁDĚT NA TRHU. VEŠKERÉ NÁZORY V TÉTO ZPRÁVĚ JSOU NÁZORY ANALYTICKÉHO ODDĚLENÍ SPOLEČNOSTI. JEDNOTLIVÍ OBCHODNÍCI NEBO JINÉ FIREMNÍ PUBLIKACE MOHOU VYJADŘOVAT ROZDÍLNÝ NEBO PROTICHŮDNÝ NÁZOR. NÁZORY V TÉTO ZPRÁVĚ MOHOU BÝT ZALOŽENY NA RŮZNÝCH ANALYTICKÝCH METODÁCH NEBO DISCIPLÍNÁCH. NAPŘÍKLAD FUNDAMENTÁLNÍ A TECHNICKÁ ANALÝZA OBVYKLE POUŽÍVAJÍ RŮZNÉ METODY A ODLIŠNÉ ČASOVÉ OBDOBÍ, PROTO MOHOU ČINIT RŮZNÉ ZÁVĚRY OHLEDNĚ VÝVOJE STEJNÉ KOMODITY, TERMÍNOVÉHO KONTRAKTU NEBO JINÉHO INVESTIČNÍHO NÁSTROJE.

INVESTIČNÍ STRATEGIE POPISOVANÉ V TÉTO ZPRÁVĚ JSOU RISKANTNÍ A NEJSOU VHODNÉ PRO KAŽDÉHO INVESTORA. POKUD PLNĚ NEPOROZUMÍTE PODMÍNKÁM A RIZIKUM POPISOVANÝCH OBCHODŮ, VČETNĚ ROZSAHU POTENCIÁLNÍHO RIZIKA ZTRÁTY, KTERÉ MUŽE DOSÁHNOUT A V URČITÝCH PŘÍPADECH I PŘESÁHNOUT HODNOTU PŮVODNÍ INVESTICE, MĚLI BYSTE SE TAKOVÝCH OBCHODŮ ZDRŽET. VÝSLEDKY INVESTIC MINULÉHO OBDOBÍ NEJSOU ZÁRUKOU VÝNOSU BUDOUCÍCH.

ANALÝZA OBSAŽENA V TÉTO ZPRÁVĚ JE POUZE UKÁZKOVÁ A MOHOU, ALE NEMUSÍ BÝT NA JEJÍM ZÁKLADĚ PROVÁDĚNY OBCHODY V RÁMCI SLUŽBY ASISTENT. VYUŽIJETE-LI PORADENSTVÍ SPOLEČNOSTI, ČINÍTE TAK VÝHRADNĚ NA ZÁKLADĚ VLASTNÍHO ROZHODNUTÍ. RADA POSKYTNUTÁ SPOLEČNOSTÍ SE V BUDOUCNU MŮŽE UKÁZAT JAKO NESPRÁVNÁ, INVESTICE UČINĚNÉ NA JEJÍM ZÁKLADĚ MOHOU BÝT ZTRÁTOVÉ. SPOLEČNOST MŮŽE V ZÁVISLOSTI NA DALŠÍM VÝVOJI KDYKOLIV SVOU RADU V BUDOUCNU ODVOLAT NEBO ZMĚNIT, A TO I NA RADU OPAČNOU. SPOLEČNOST VÁM POSKYTUJE POUZE RADY, SAMOTNÁ INVESTIČNÍ ROZHODNUTÍ JSOU VŽDY NA VÁS A NESETE ZA NĚ PLNOU ODPOVĚDNOST. POPLATKY SOUVISEJÍCÍ S OBCHODOVÁNÍM NEGATIVNÍM ZPŮSOBEM OVLIVŇUJÍ VÝSLEDEK INVESTOVÁNÍ. POPLATKY JSOU UPLATŇOVÁNY, I KDYŽ JE VÝSLEDKEM OBCHODU ZTRÁTA.

VÍCE INFORMACÍ ZÍSKÁTE NA [WWW.COLOSSEUM.CZ](http://WWW.COLOSSEUM.CZ).

© 2006 COLOSSEUM, A.S. VŠECHNA PRÁVA VYHRAZENA.

JAKÉKOLIV NEAUTORIZOVANÉ POUŽITÍ, DUPLIKACE NEBO ŠÍŘENÍ TOHOTO MATERIÁLU JE ZAKÁZÁNO.

Colosseum, a. s. Londýnská 59 120 00 Praha 2 tel. +420-2-460 888 88	fax. +420-2-460 888 89 E-mail: <a href="mailto:info@colosseum.cz">info@colosseum.cz</a> <a href="http://www.colosseum.cz">www.colosseum.cz</a>
Dotazy k analýze: <a href="mailto:trading@colosseum.cz">trading@colosseum.cz</a>	