



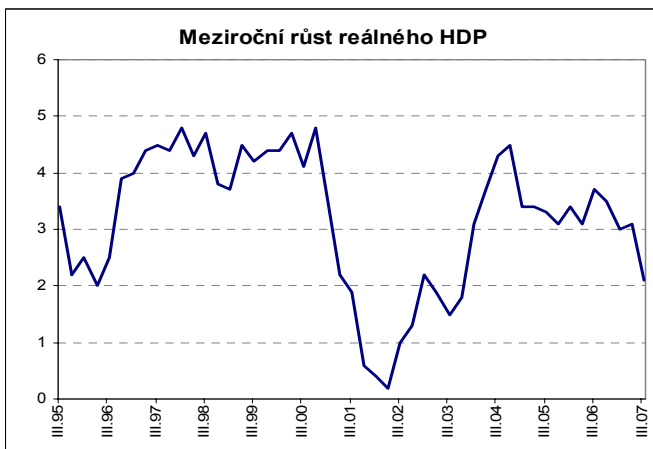
Luboš Mokráš
tel.: 224 995 456, e-mail: lmokras@csas.cz

16.5.2007

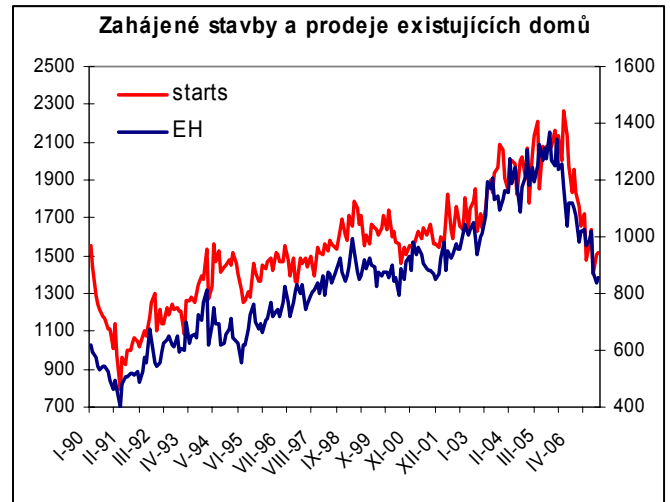
Ilustrované prohlášení po skončení FOMC

Minulý týden byl poněkud výjimečný tím, že se potkalo zasedání tří významných centrálních bank (ECB a BoE většinou zasedají ve stejném týdnu, ale spolu s Fedem málokdy). Využijeme toho a podíváme se trochu na zoubek Fedu. Jako „kosty“ pro toto podívání se využijeme prohlášení Fedu po skončení FOMC. Takže: vždy nejprve uvedeme odstavec prohlášení po FOMC s překladem a po něm jako ilustraci nějaký ten graf s komentářem.

Economic growth slowed in the first part of this year and the adjustment in the housing sector is ongoing. Nevertheless, the economy seems likely to expand at a moderate pace over coming quarters. (Růst hospodářství na začátku letošního roku zpomalil, probíhá přizpůsobení v sektoru nemovitostí. Hospodářství by mělo v dalších čtvrtletích růst mírným tempem.)

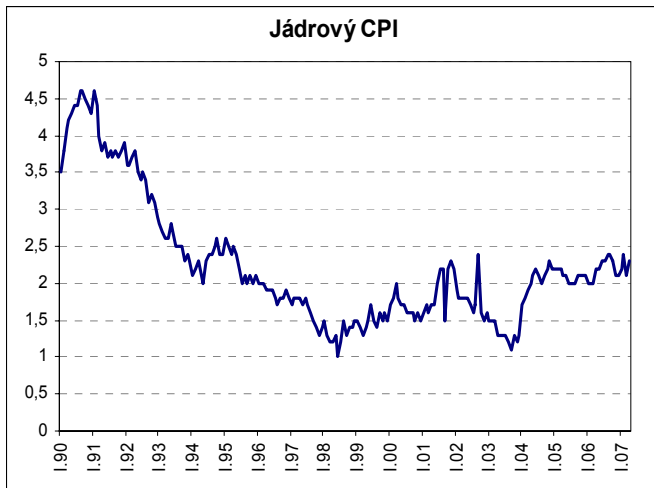


„Růst hospodářství na začátku letošního roku zpomalil.“ – nepochybně a evidentně pravda. Podstatné ovšem je, co bude dál. Podle Fedu mírný růst, podle nás také, i trh je nastaven na tuto variantu – ale strašák výrazného zpomalení nebo dokonce recese stále žije (bývalý prezident Fedu A. Greenspan zopakoval, že šance recese na konci roku je podle něj 30%). Na největší problém se zlehka mrkneme na dalším grafu.

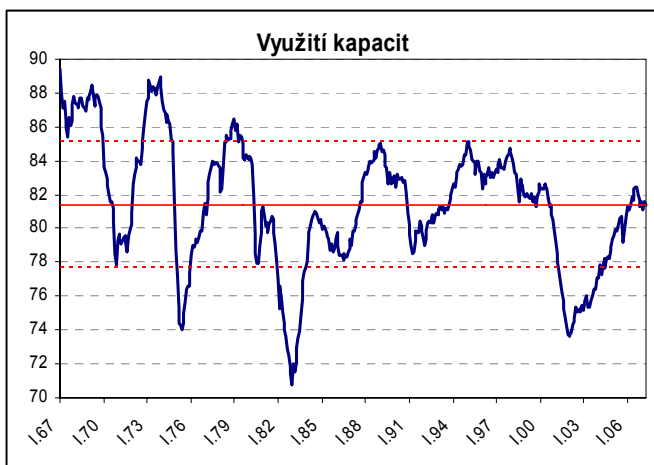


„...probíhá přizpůsobení v sektoru nemovitostí“ – to je také nepochybně pravda a je to jeden z klíčových faktorů, který ovlivní jak se bude vyvíjet HDP – tedy jestli skutečně „měkce přistaneme“ nebo přistaneme tvrdě... Převládá spíše optimistický přístup podle formulek „trh se vyčistí a ožije“, já jsem v tomhle ohledu hodně opatrný. Je pravda, že pokles cen v některých regionech by měl zvýšit koupěschopnou poptávku a tím trhu pomoci, ale zásoba neprodaných domů je stále velmi vysoká a i v případě oživení poptávky by její pokles trval ještě několik měsíců. A je tady je dno velké ale: přijde dříve očekávané oživení na trhu nemovitostí, které odstraní momentálně největší riziko pro americkou ekonomiku a nebo naopak dříve slabost trhu s nemovitostmi podlomí poptávku domácností, zpomalí ekonomiku a tím i poptávku po nemovitostech, což by už tak špatnou situaci ještě zhoršilo?

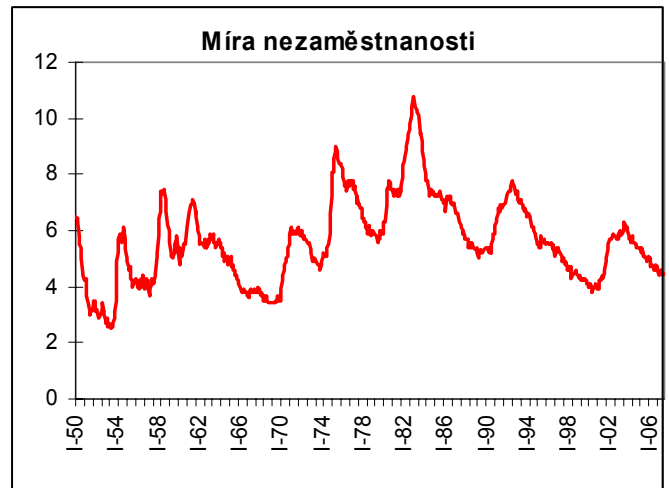
Core inflation remains somewhat elevated. Although inflation pressures seem likely to moderate over time, the high level of resource utilization has the potential to sustain those pressures. (Jádrová inflace zůstává poněkud zvýšená. Přestože se zdá pravděpodobné, že se inflační tlaky časem zmírní, vysoká úroveň využití zdrojů má potenciál tyto tlaky udržet.)



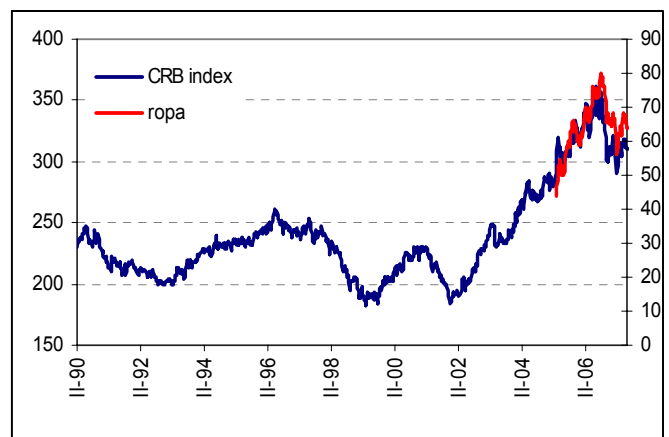
V grafu máme vývoj jádrového CPI. Fed zatím neuplatňuje oficiálně politiku inflačního cílování, z výroků jeho představitelů se však dá usuzovat, že by chtěli PCE jádrový index vidět někde mezi 1% až 2%. Není ovšem jasná míra tolerance k pohybům jak mimo tak uvnitř pásma (například ECB říká, že jejím cílem je inflace pod, ale blízko 2%). Zatím to vypadá, že tolerance FOMC vůči pohybům mimo implicitní pásmo je nízká, ale je zcela nejasné, jestli chtějí mít PCE jádrový pod 2%, někde v okolí 1,5% nebo poblíž 1%. Tato informace je přitom pro odhad budoucího vývoje klíčová. Pokud by chtěli mít inflaci spíše poblíž 1%, znamenalo by to skutečně dlouhodobě stabilní sazby. Pokud lehce pod 2% pak může být snížení sazeb poměrně blízko.



Fed se obává vysokého využití zdrojů. Co tím přesně míní? Podíváme se na několik možností. První: využití průmyslových kapacit. Tady asi problém nebude, z grafu je vidět, že průmysl je využitý z historického hlediska zhruba průměrně. Navíc nízká investiční aktivita v USA nenasvědčuje tomu, že by podniky cítily nedostatek kapacit a měly potřebu je zvyšovat (prostředků by na to měly víc než dost). S využitím průmyslových kapacit částečně souvisí potenciální neinflační tempo růstu ekonomiky, které je v USA v současnosti odhadováno lehce nad 3,0%. Růst HDP se tedy v posledních čtvrtletích dostal mírně pod potenciál, což se také moc neshoduje s nadměrným využitím zdrojů.



Druhou možností, kde se nedostatek zdrojů může projevit, je trh práce. Tady už je situace méně jednoznačná. Nezaměstnanost je z historického hlediska nízká a jsou jisté důvody, aby v tomto bodě byl Fed opatrný. Na druhou stranu: globalizace a s ní související velmi ostrá konkurence stále trvá, mzdy sice poněkud zrychlily růst, ale podniky mají rekordní marže a zisky a tedy také prostor na to pokrýt případné vyšší mzdové náklady. Nehledě na to, že tlak na růst mezd vede k intenzivnější snaze přemístit pracovní místa do zemí s levnou pracovní silou. A nakonec: data z trhu práce se počítají mezi tzv. zpožděné ukazatel, tj. zaostávají za cyklem. Současné zpomalení by se tedy mohlo projevit s odstupem několika měsíců. Důvody k obavám tady tedy snad jsou, ale je otázka, nakolik jsou akutní a relevantní.

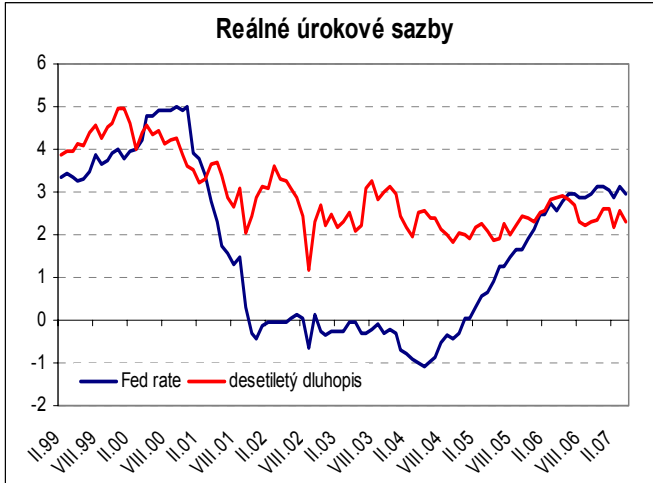


A ještě tady máme jeden zdroj možných inflačních tlaků kvůli omezeným zdrojům – komodity (graf ukazuje CRB komoditní index a vývoj ceny komodity asi nejdůležitější, tj. ropy). Tady je situace složitá, komodit je velké množství a je to velmi nehomogenní třída aktiv. Ceny některých rostou, ceny jiných ne, ceny všech kolísají. Přes to všechno se zdá (viz graf), že momentálně není moc důvodů se bát všeobecného podstatného nárůstu jejich cen. Komodity jsou navíc globální problém, poptávku netáhnou jen USA ale například také Čína, Indie atd. Fed se ke komoditám moc nevyslovuje, občas zmíní ropu, ale celkově se o jeho postoji a o tom, jestli mezi ony zdroje, jejichž vysoké využití patří mezi hlavní inflační rizika patří také ony lze jen dohadovat. Pokud ano, může to být faktor zpochybňující prostor pro snížení sazeb.

In these circumstances, the Committee's predominant policy concern remains the risk that inflation will fail to moderate as expected. Future policy adjustments will depend on the evolution of the outlook for both inflation and economic growth,

as implied by incoming information. (Za těchto okolností zůstává hlavní obavou měnové politiky riziko, že se inflace nezmírní tak, jak se očekává. Budoucí úpravy měnové politiky budou záviset na vývoji výhledu jak pro inflaci tak pro růst hospodářství, tak jak budou vyplývat z přicházejících informací).

Trh tedy dává větší šanci růstu sazeb než poklesu. Já s trhem nesouhlasím, podle mě budeme na konci roku na 4,50% (0% pravděpodobnost). V konečném důsledku je ovšem důležité jak to vidí Fed: chce mít inflaci hluboko pod 2,0%? Je podle něj současná úroveň sazeb neutrální nebo mírně restriktivní?



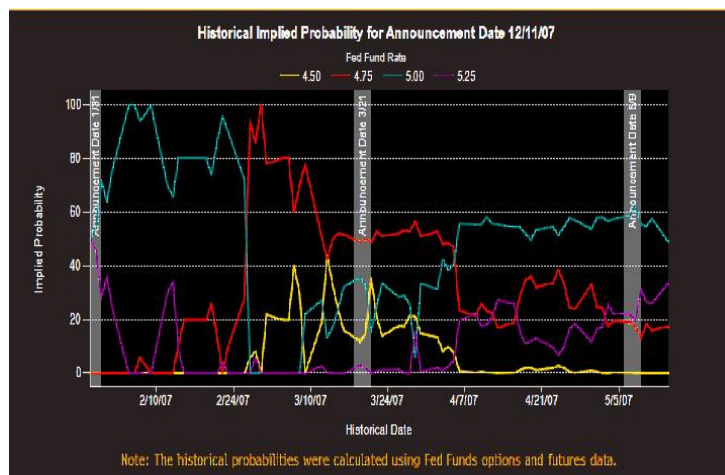
Graf ukazuje vývoj reálných úrokových sazeb od roku 1999. Období kolem roku 2000 bylo charakteristické restriktivní měnovou politikou, pak následovala recese a uvolnění měnové politiky až do záporných reálných úrokových sazeb. Teď jsme v období neutrálních sazeb (patrně poblíž horního okraje neutrálního pásma). Je ovšem dost možné, že FOMC je víc jestřábi, než jsem si momentálně ochotný připustit a sazby tedy podle nich jsou víc poblíž středu neutrálního pásma, než si myslím, že si myslí.

A jak to vidí trh?

Podle odhadů vypočtených z opcí (jak je zveřejňuje agentura Bloomberg) je pravděpodobnost jednotlivých úrovních úrokových sazeb na konci roku (po zasedání FOMC 12.11.2007, data ke včerejšku) následující:

	Opce	Futures
4,75%	17,50%	0,00%
5,00%	48,90%	84,00%
5,25%	33,60%	16,00%

Obrázek níže ukazuje vývoj očekávání v čase (opět převzato ze servisu Bloomberg).



Note: The historical probabilities were calculated using Fed Funds options and futures data.