

Komentář k zasedání FOMC 7.8.2007

Včerejší zasedání FOMC nepřekvapilo: sazby zůstaly beze změny, prohlášení po skončení zasedání změklo, ale jen trochu. Fed se pomalu posunuje ve svém názoru na ekonomiku, ale ještě se nedostal ani na neutrální pozici, jeho hlavní obavou zůstává možnost, že inflace začne zrychlovat.

Tradičně uvádíme porovnání aktuálního a předchozího prohlášení:

Economic growth ~~appears to have been~~ was moderate during the first half of ~~this the~~ year, ~~despite the ongoing adjustment in the housing sector. The~~ Financial markets have been volatile in recent weeks, credit conditions have become tighter for some households and businesses, and the housing correction is ongoing. Nevertheless, the economy seems likely to continue to expand at a moderate pace over coming quarters, supported by solid growth in employment and incomes and a robust global economy.

Readings on core inflation have improved modestly in recent months. However, a sustained moderation in inflation pressures has yet to be convincingly demonstrated. Moreover, the high level of resource utilization has the potential to sustain those pressures.

~~In these circumstances~~ Although the downside risks to growth have increased somewhat, 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.

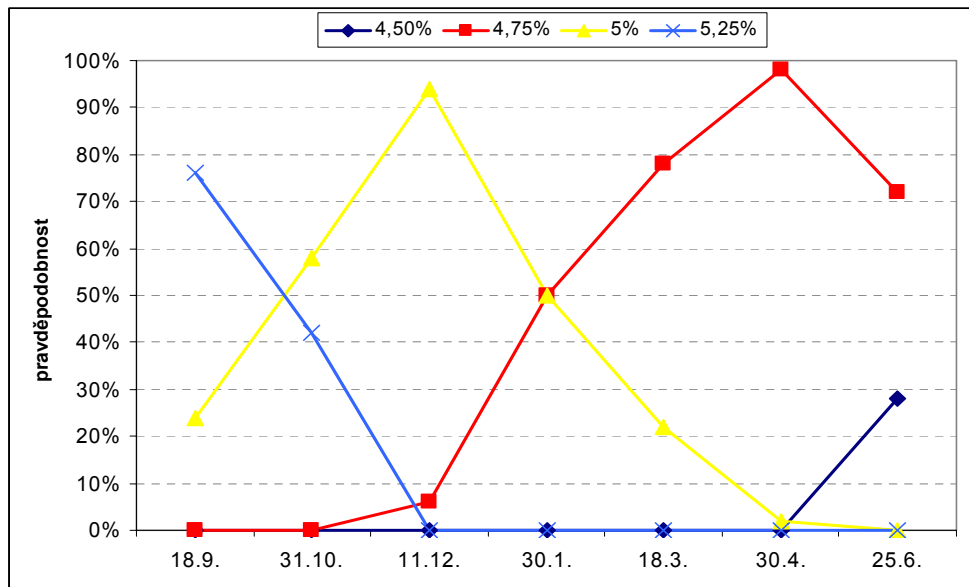
K výrazným změnám došlo v prvním odstavci. Nově je zde konstatování neklidu na finančních trzích (tj. Fed tomu věnuje pozornost), konstatování, že došlo k snížení dostupnosti úvěrů pro část domácností a konstatování, že pokračuje korekce na trhu s nemovitostmi. Nicméně, Fed se domnívá, že tyto potíže nejsou dostatečně vážné aby změnily jeho předpoklad, že bude pokračovat mírný růst ekonomiky. Nově prohlášení uvádí, že by je měly podpořit růst zaměstnanosti a mezd (což jsou zpožděné indikátory zaostávající za cyklem) a růst ve světě (ve druhém čtvrtletí to byla pravda, růstu amerického HDP pomohl především silný export).

Odstavec věnující se inflaci zůstal zcela beze změny, což je hodně významné. Fed si stále není jistý, jestli současný pokles tempa inflace bude trvalý. Bojí se příliš vysokého využití kapacit (trh práce?).

V posledním odstavci došlo opět k poměrně významné změně: velmi důležité je konstatování, že Fed stále vnímá jako vážnější rizika pro inflaci, než rizika pro růst, přestože tato vzrostla. Technicky vzato z této věty plyne, že je stále větší pravděpodobnost růstu sazeb než jejich poklesu.

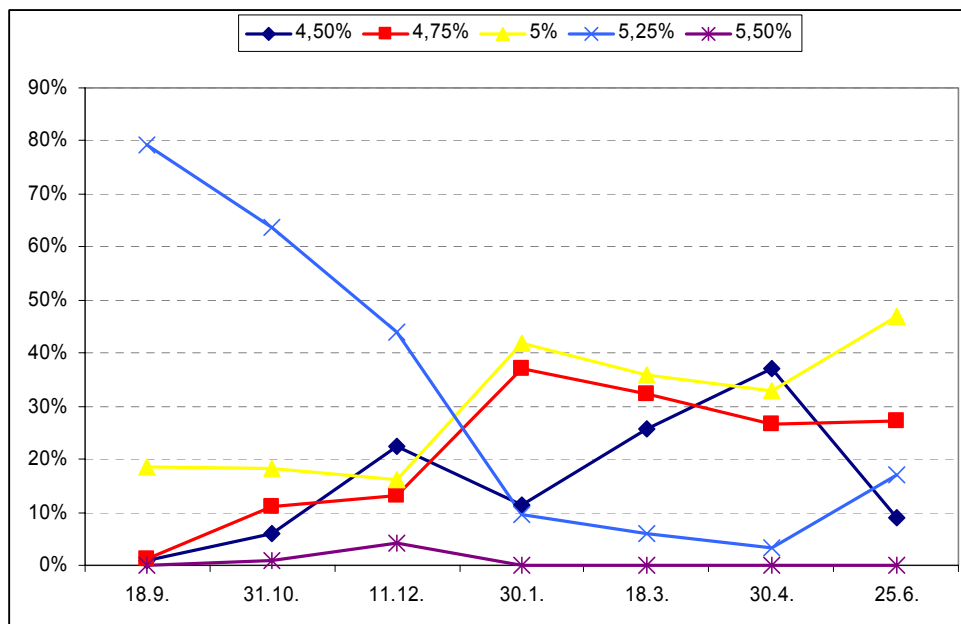
Reakce trhu byla relativně mírná: výnosy dluhopisů všeobecně rostly, trh tedy čekal „měkčí“ prohlášení. Podle některých komentátorů investory potěšila důvěra Fedu v ekonomiku (což se obzvláště zřetelně projevilo u akcií, které bezprostředně po zveřejnění prohlášení poměrně výrazně oslabily, ale tato optimistická interpretace je vrátila a nakonec skončily silnější). Dolar také bezprostředně reagoval na relativně jestřábí prohlášení posílením.

Nejzřetelněji odráží očekávání trhu futures a opce na Fed funds. Následující grafy ukazují, jaká je situace po včerejším prohlášení.



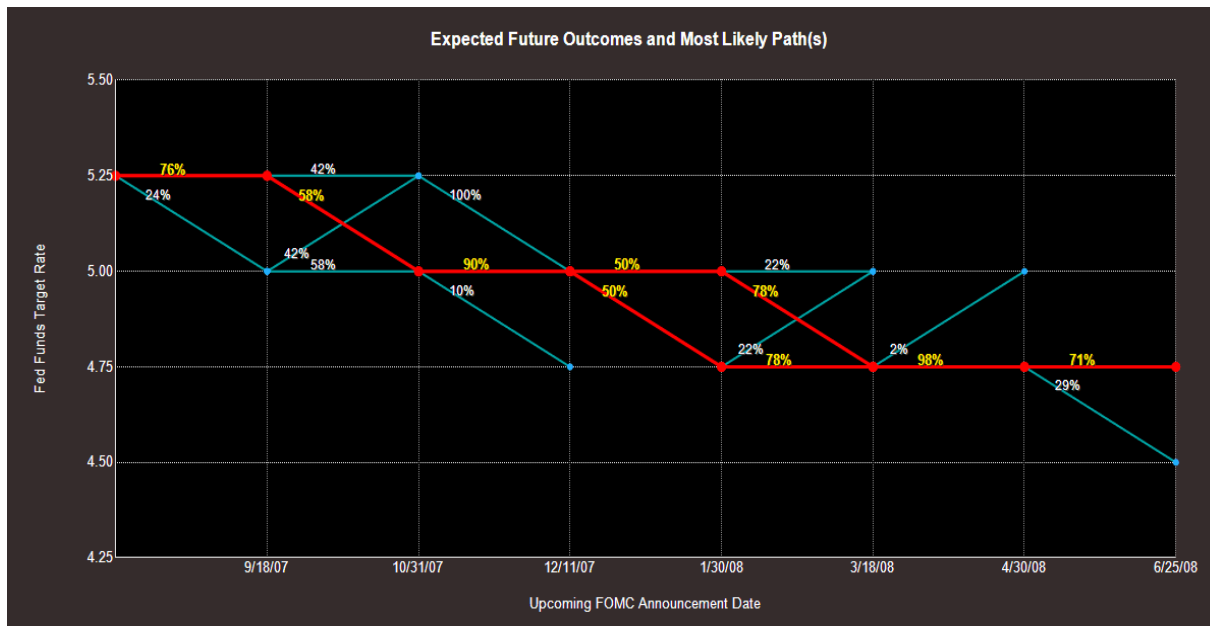
Zdroj: Bloomberg

Na prvním obrázku jsou pravděpodobnosti výše sazeb po jednotlivých zasedáních počítané z futures. Došlo sice k ochlazení očekávání blízkého snížení sazeb, ale je vidět, že trh stále počítá s jedním snížením do konce roku a s dalším poklesem sazeb v příštím roce. Druhý obrázek pro ilustraci ukazuje jak je stejná situace vidět přes opce.



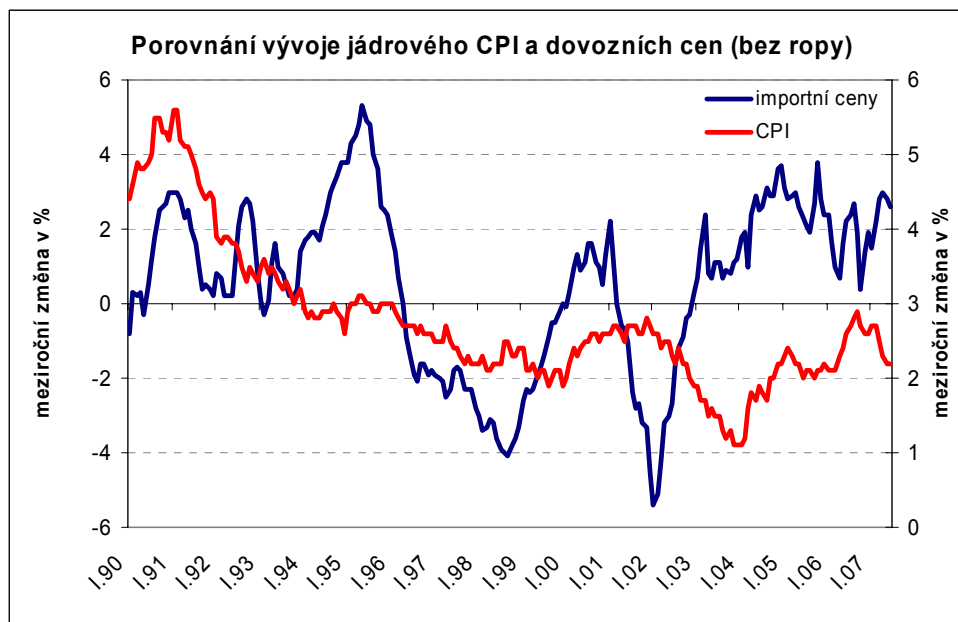
Zdroj: Bloomberg

Další obrázek pro ilustraci ukazuje cestu nejpravděpodobnějšího vývoje sazeb (ze stejných dat jako předchozí dva obrázky).

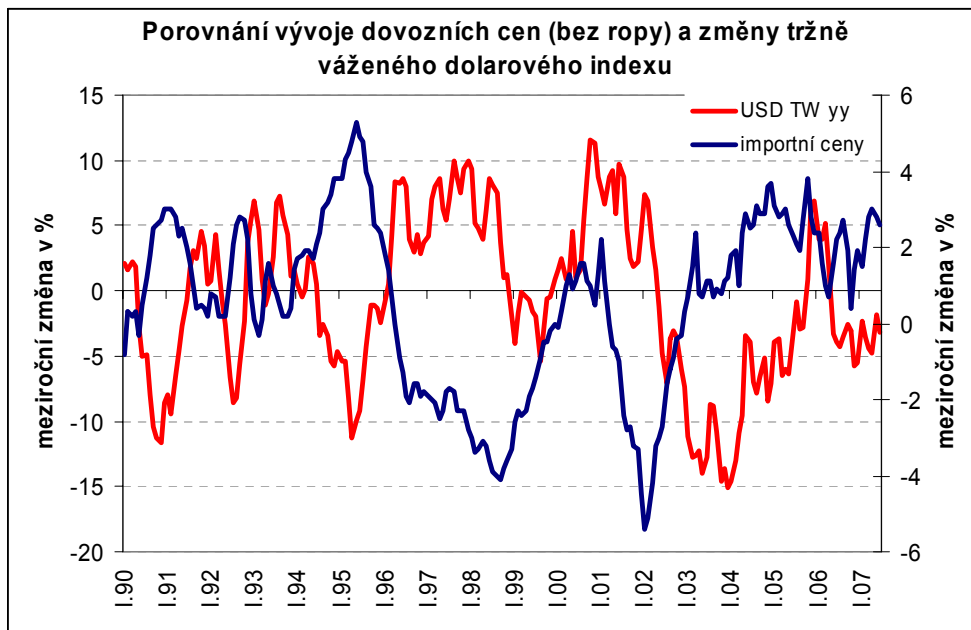


Zdroj: Bloomberg

To, jak se reálně vyvinou sazby bude hodně záležet především na vývoji inflace. Není úplně jasné při splnění jakých kritérií bude Fed zcela spokojen s inflací (zda to záleží na úrovni nebo na délce pobytu pod žádanou hladinou 2%). Podle našeho názoru by ho o cenové stabilitě mohlo přesvědčit další zpomalování růstu nájmu související s negativním vývojem na trhu s nemovitostmi a stabilita vývoje u ostatních složek koše. Důležité by také bylo, kdyby se opakovala slabost trhu práce z července. Pokud by míra nezaměstnanosti stoupla o několik málo desetín procenta, mělo by to Fed zbavit obav z příliš vysokého využití zdrojů. Vliv slabého dolaru na americkou inflaci pokládáme za druhořadý z několika důvodů: silná uzavřenost americké ekonomiky, která způsobuje, že jádrovému spotřebnímu koši dominují položky málo ovlivňované kursem dolaru (nájmy, služby apod.), ostrá konkurence mezi dovozci, která jim ztěžuje zvyšování cen a nakonec očekávané další oslabení spotřebitelské poptávky, které ještě zesílí vliv konkurence. Poměrně slabý dopad změn kurzu dolaru ukazují následující grafy, které porovnávají dopad meziročních změn tržně vážené hodnoty dolaru jednak na dovozní ceny a vývoj jádrového CPI a jádrových dovozních cen.



Zdroj: Bloomberg



Vztah mezi změnou hodnoty dolaru a vývojem dovozních cen je celkem silný, maximální korelace (0,61 tedy R^2 37,8%) je u dvouměsíčního rozdílu mezi změnou kurzu dolaru a změnou dovozních cen. Z křížových korelací je ale poměrně výrazně vidět, že reakce na změny hodnoty dolaru jsou rozložené v období několika měsíců. Do vlastní jádrové inflace se ovšem tyto změny promítají nepatrně a jsou do značné míry překryty jinými vlivy.

Závěrem: My nadále čekáme minimálně jedno snížení sazeb do konce roku. Způsob jakým Bernankeho Fed reaguje a bude reagovat bude velmi důležitý také pro budoucnost, protože nám umožní Fed lépe číst.