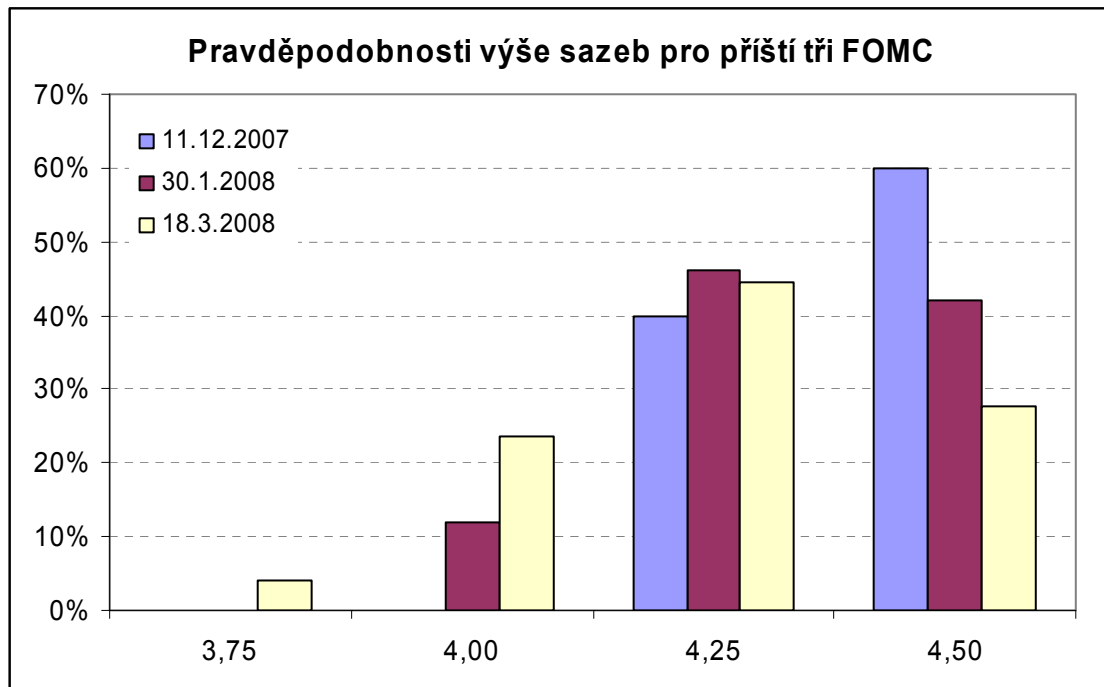


FOMC

- Včerejší snížení sazeb očekávala velká část finančních trhů a většina analytiků (my ne). Malá část trhu a analytiků čekala snížení sazeb o 50bp., poněkud větší část ponechání sazeb beze změny (mezi nimi i my). Rozhodnutí tedy nebylo překvapivé a bezprostřední reakce nebyly nijak mimořádně dramatické. Trhy reagovaly především na prohlášení po zasedání a částečně také na fakt, že jeden z členů FOMC (T. Hoenig) hlasoval pro ponechání sazeb beze změny. Z prohlášení si trh vyvodil, že pravděpodobnost dalšího bezprostředního snižování je nízká, přesto je ve futures stále započítáno snížení v příštím roce (viz grafy).

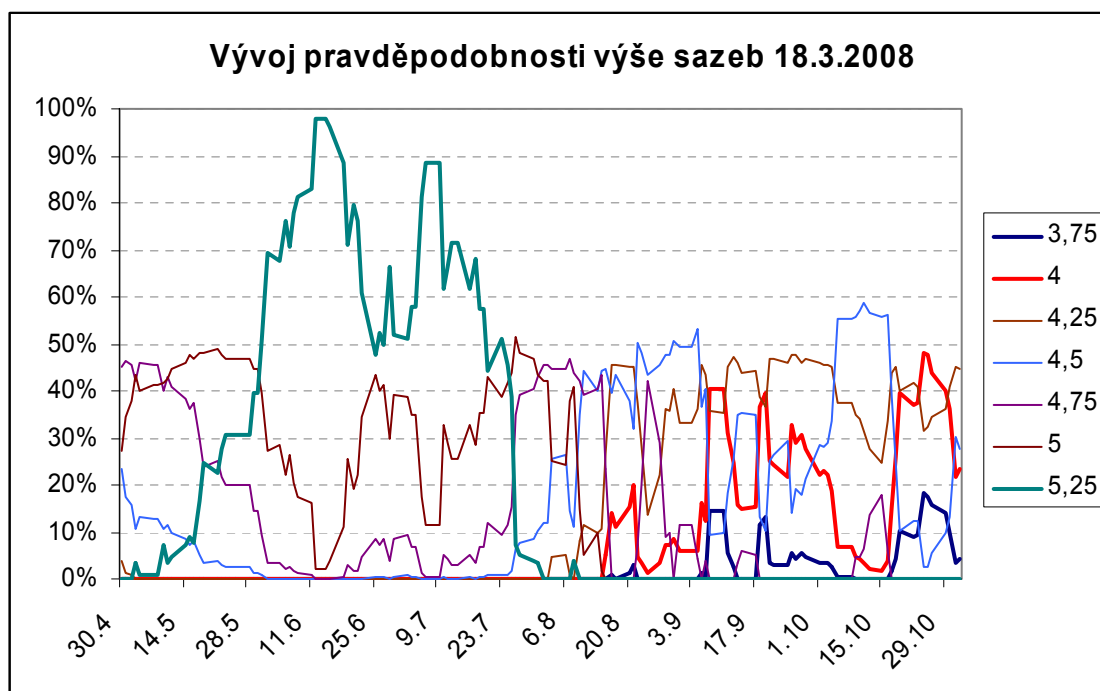


Zdroj: bloomberg

- Hodnocení ekonomické situace se proti září poměrně výrazně zlepšilo. Místo mírného růstu v prvním pololetí, máme solidní růst ve třetím čtvrtletí, problémy finančních trhů se v průměru snížily. Fed je však pesimističtější než minule ohledně budoucnosti: usuzuje, že v blízké budoucnosti dojde ke zpomalení růstu, což bude částečně odrážet problémy sektoru nemovitostí. Fed očekává, že snížení sazeb (září + říjen) by mělo omezit negativní dopad nemovitostí na širší ekonomiku a mělo by podpořit udržitelný mírný růst.
- Stejně jako v září Fed konstatuje, že se zlepšily ukazatele jadrové inflace. Tentokrát je specifitější než minule, když jako rizika pro cenovou stabilitu uvádí prudký růst cen energií a dalších komodit. Naopak (stejně jako minule) zmizela zmínka o vysokém využití zdrojů. Opakuje se fráze o tom, že je Fed připraven udělat vše potřebné (čti zvýšit sazby), aby udržel cenovou stabilitu.
- Třetí odstavce obsahuje nejdůležitější větu z celého prohlášení: inflační a růstová rizika jsou v rovnováze. To bezprostředně implikuje stabilitu sazeb a vyčkávání jak se situace vyvíjí. Z dlouhodobějšího hlediska je to ještě zajímavější: v úvahu přichází nejen možnost snížení sazeb preferovaná trhem, ale také zcela nepředpokládaná možnost jejich zvýšení.
- Jaká je aktuální situace reálné ekonomiky v USA? Minulost je růžová. Přes potíže sektoru nemovitostí rostla ekonomika v uplynulých dvou čtvrtletích na nebo mírně nad potenciálem. Spotřebitelé stále nejeví známky nějakého ztuhlejšího omezování výdajů. Podporují je v tom stále silný trh práce a solidní růst příjmů. Z předběžných dat za minulé čtvrtletí je přitom obzvláště pozitivní nízký růst nákladů na pracovní sílu, což naznačuje velice silný růst produktivity práce a omezuje možnost vzniku mzdové inflační spirály. Kromě spotřebitelů pomáhá ekonomice zrychlující růst exportu tažený jednak silnou poptávkou ve světě a jednak slábnoucím dolarem. Na růst exportu potom navazují investice, kterým pomáhá také dobrý finanční stav

amerických společností. Při tom všem je navíc jádrová inflace poblíž úrovně implicitně vyžadované Fedem. Ideální obrázek narušují dva mraky: propad trhu s nemovitostmi spolu s krizí subprime hypoték (což ohrožuje zdraví finančního sektoru) a celková inflace negativně odviněná růstem cen komodit (hlavně ropy) a potravin. Každý z těchto mraků má jinou implikaci zhoršování situace u nemovitostí a především průsak problémů do spotřebitelské poptávky by vedly ke slabé ekonomice a patrně dalšímu uvolnění měnové politiky. Kumulace inflačních tlaků a především růst inflačních očekávání by naopak vedly ke zpřísnění měnové politiky. Důležité je si uvědomit co je prioritou Fedu: je to cenová stabilita. Zkušenost sedmdesátých let ukázala, že stimulace růstu v situaci vysoké inflace nevede k ničemu jinému než dalšímu zhoršování situace. Pokud by Fed musel volit mezi růstem a inflací zvolil by nejdříve zvládnutí inflace a až poté by se věnoval růstu. Což je situace, se kterou zjevně finanční trhy nepočítají.

- Bezprostřední dopad včerejšího rozhodnutí Fedu na finanční trhy byl relativně omezený. V okamžité reakci převládlo pocit, že je Fed více jestřábí než se čekalo, což vedlo k růstu výnosů dluhopisů a oslabení akcií. Dolar nesmyslně oslabil. Do dnešního poledne se trh poněkud zklidnil a zdá se, že chce věřit, že americká ekonomika zpomalí natolik, že to Fed přinutí k dalšímu uvolnění sazeb. Výnosy reflektují tento posun a začínají se vracet na úroveň, ze které vzrostly. Dolar mírně posílil, avšak zdá se, že se také začíná otáčet k dalšímu oslabování. Pro další vývoj bude bezprostředně důležitý dnešní výrobní index ISM, jehož slabost by výrazně podpořila očekávání dalšího snížení sazeb. Zítra potom sada dat z trhu práce, které by mohly působit opačně, jak naznačil včerejší ADP index.



Zdroj: bloomberg