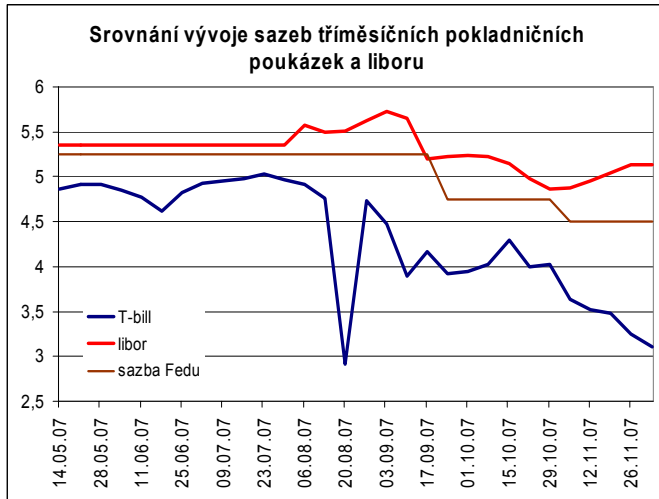


Ilustrované prohlášení po skončení FOMC

Úterní FOMC zklamal většinu investorů i analytiků. „Příliš málo“ ozývají a ozývají se našťavané hlasy. Proč Fed takhle dráždí nebohé investory? Odpověď na tuto řečnickou otázku se pokusíme načrtnout v dnešním speciálu.

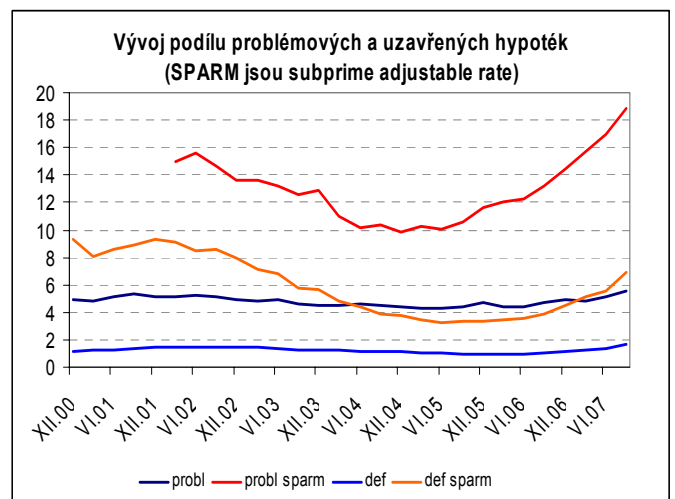
Incoming information suggests that economic growth is slowing, reflecting the intensification of the housing correction and some softening in business and consumer spending. Moreover, strains in financial markets have increased in recent weeks. Today's action, combined with the policy actions taken earlier, should help promote moderate growth over time. (Přicházející informace naznačují, že růst ekonomiky zpomaluje kvůli zintenzivnění korekce na trhu s byty a určitému oslabení ve výdajích podniků a domácností. Navíc v posledních týdnech došlo k zintenzivnění napětí na finančních trzích. Dnešní akce, spolu s předchozím uvolněním měnové politiky, by měla časem podpořit mírný růst).



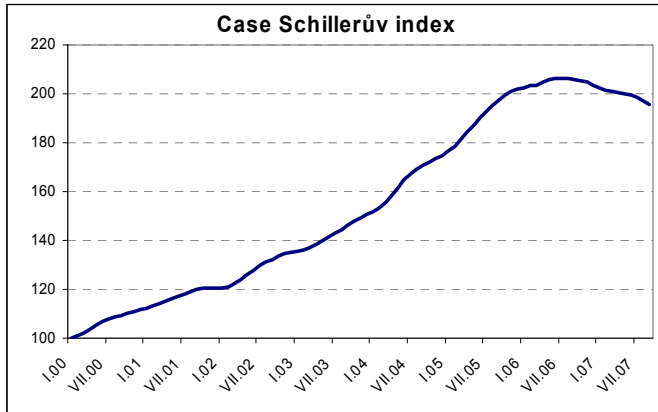
Problémem, který momentálně nejvíce zatěžuje finanční trhy je opětovně utažení situace na peněžním trhu. Obvyklou ilustrací míry nervozity na peněžním trhu je srovnání výnosů pokladničních poukázek (nejbezpečnější aktivum) a sazeb na mezibankovním trhu (riziko bankovního sektoru). Do srpna byla situace normální: stabilní rozdíl mezi sazbou Fedu a liborem, jen mírné kolísání výnosů pokladničních poukázek. Od srpna se situace výrazně mění: rozdíl mezi liborem a výnosem pokladničních poukázek roste, což indikuje prudký růst vnímaného rizika bankovního sektoru a plynutí prostředků do superbezpečných pokladničních poukázek. Po prudkém propadu výnosů pokladničních poukázek v srpnu se situace zdánlivě uklidnila, ovšem pozdější průběh ukazuje na obnovení nedůvěry a opětovnou preferenci maximálního bezpečí, přičemž trend jednoznačně ukazuje na zhoršování

situace. Banky preferují držení likvidity (ve formě pokladničních poukázek), před jejím půjčováním rizikovějším subjektům. To vede k horší dostupnosti úvěrů nejen mezi bankami a dalšími finančními institucemi, ale také do reálné ekonomiky. Horší dostupnost úvěrů znamená zpřísnění měnových podmínek a tedy brzdu růstu hospodářství (ale také inflace). Aby tento efekt kompenzoval přistoupil Fed včera spolu s dalšími významnými centrálními bankami k mimořádným nekonvenčním opatřením majícím za cíl dodat na mezibankovní trh dostatek likvidity v období na přelomu roku.

Problémem, který vyvolal problémy na finančním trhu je kolaps subprime hypoték neboli z trochu širšího hlediska stav trhu s bytovými nemovitostmi. Na zmírnění problému se pracuje (jde hlavně o zmrazení sazeb u části subprime hypoték na pět let), nelze však očekávat, že by k jeho vyřešení došlo v dohledné budoucnosti. Optimistický odhad dna krize subprime hypoték a slabosti trhu s nemovitostmi je pololetí příštího roku, pesimistický konec příštího roku nebo až někdy v roce 2009. Nemovitosti jako celek se budou vzpamatovávat léta.



Prvním ilustračním grafem k trhu s nemovitostmi je podíl hypoték s problémy se splácením a podíl hypoték, které dospěly do konečné fáze problémů, tj. zabavení nemovitosti pro nesplácení. V grafu je navíc rozlišen podíl na všech hypotékách a podíl u nejrizikovější části, tj. subprime hypoték s krátkou fixací (ARM - adjustable rate mortgages). Především u subprime ARM hypoték jejich problémovost očividně rychle roste, navíc se jejich počet v posledních letech zvýšil až na zhruba 1,8 milionu. Zde je tedy kořen současných problémů. Fed moc dělat nemůže, zvýšení sazeb u ARM hypoték při první refixaci je natolik výrazné (to je kvůli tomu, že startovací sazby jsou u těchto hypoték uměle nízké aby přilákaly klienty), že ho snížení sazeb jen stěží kompenzuje, navíc by při řešení tímto způsobem mohl dojít k destabilizaci dalších sektorů ekonomiky.



Druhým ilustrujícím grafem je vývoj cen nemovitostí podle Case-Schillerova indexu. Pokles cen nemovitostí je problematický z několika důvodů: zhoršuje situaci u hypoték (protože klesá cena kolaterálu) a má negativní vliv na spotřebitelskou poptávku (kvůli omezené možnosti navyšovat hypotéky a využívat získané prostředky na utrácení, o efektu omezení MEW (mortgage equity withdrawal) jsme jako o riziku pro růst psali už letos na jaře, teď je skutečně vysoké riziko jeho realizace). Proti tomuto efektu (podporovanému navíc kolísajícími cenami akcií) stojí zatím solidní trh práce a trvající růst příjmů (viz další graf).

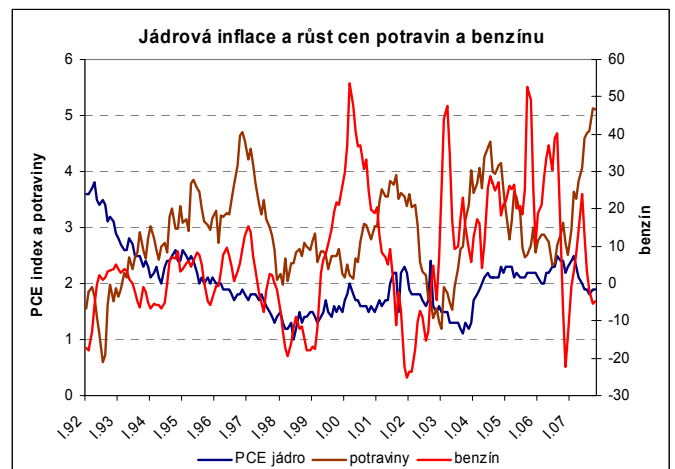


Graf ukazuje kombinaci vývoje reálných příjmů a spotřebitelské důvěry. Je vidět, že růst příjmů zpomaluje a spotřebitelská důvěra reaguje poklesem (spotřebitelé kromě zmizení MEW zatěžují také například vysoké ceny potravin a benzínu). Vývoj spotřebitelské poptávky v příštím roce bude klíčový. Že zpomalí její růst je prakticky jisté, pravděpodobně však je (podle zatím zveřejňovaných makroekonomických údajů), že nedojde k jejímu poklesu. Hlavním rizikem je efekt samosplnitelné předpovědi: lidé by mohli kvůli negativním zprávám z finančních trhů a sektoru nemovitostí omezit spotřebu a zvýšit míru úspor, čímž by přivolali to, čeho se báli.

Readings on core inflation have improved modestly this year, but elevated energy and commodity prices, among other factors, may put upward pressure on inflation. In this context, the Committee judges that some inflation risks remain, and it will continue to monitor inflation developments carefully. (Údaje o jádrové inflaci se letos mírně zlepšily, ale zvýšené ceny energie a dalších komodit, mezi jiným, mohou produkovat tlak na růst inflace. Výbor v tomto kontextu soudí, že přetrvávají určitá inflační rizika. Bude proto pokračovat v pečlivém sledování vývoje inflace).

Toto je část prohlášení Fedu, která nespokojené investory nezajímá, nechtějí jí slyšet a už vůbec nechtějí, aby se teď Fed

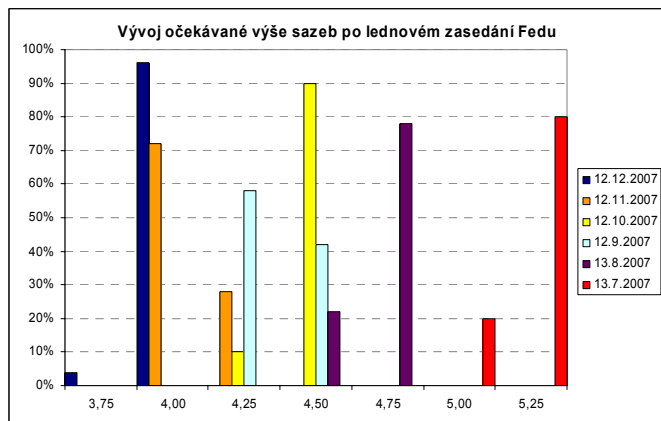
jakkoliv staral o inflaci. Pokud by to fungovalo tak jednoduše, že pravděpodobný pomalejší růst v příštím roce automaticky povede k poklesu inflačních tlaků bylo by to dobré a investoři by měli pravdu. Prohlášení však ne náhodou zmiňuje ceny komodit, které na jedné straně představují riziko (především přes ovlivnění inflačních očekávání a sekundární dopady do jádrové inflace) a na druhé straně jsou jejich ceny taženy silami, které ne vždy jednoduše a bezprostředně souvisí s domácí poptávkou v USA. Lekce ze sedmdesátých let podle všeho není živá na finančních trzích, ale centrální banky nezapomínají tak snadno. V tomto případě se také uplatňuje přístup Fedu k relativně málo pravděpodobným, ale nebezpečným jevům: v poměrně nedávné minulosti to bylo riziko deflace, které přinutilo Fed snížit sazby až na jedno procento, nyní je to malé, ale nezanedbatelné riziko stagflace, které ho nutí k opatrnosti při snižování sazeb.



Graf ukazuje jednak vývoj Fedem preferovaného ukazatele jádrové inflace, tj.- PCE jádrového indexu a jednak rizikové potraviny a benzín. U potraviny je nebezpečí jasné na první pohled, u benzínu je riziko zatím v záloze, ceny benzínu bezprostředně nereagují na vysoké ceny ropy, ale dá se očekávat, že nástup motoristické sezóny v příštím roce pomůže k tomu, aby se ceny ropy promítly i do cen benzínu.

Recent developments, including the deterioration in financial market conditions, have increased the uncertainty surrounding the outlook for economic growth and inflation. The Committee will continue to assess the effects of financial and other developments on economic prospects and will act as needed to foster price stability and sustainable economic growth. (Nedávný vývoj včetně zhoršení podmínek na finančních trzích zvýšil nejistotu výhledu pro růst hospodářství a inflaci. Komise bude pokračovat ve vyhodnocování efektů vývoje ve finančním a dalších sektorech na ekonomiku a bude jednat tak jak bude zapotřebí pro udržení cenové stability a udržitelného růstu ekonomiky).

V tomto odstavci došlo k významné změně: místo vybalancovaného rizika mezi růstem a inflací tu máme zvýšenou nejistotu. V zásadě to znamená, že Fed říká, že neví co bude dál dělat. Otevírá to cestu jak ke snížení sazeb, tak k jejich ponechání beze změny (my předpokládáme snížení v lednu a potom stabilitu) v závislosti na vývoji situace. Na závěr se podíváme, jak to vidí s budoucností sazeb trh (pravděpodobnosti sazeb v budoucnosti jsou odvozeny z futures na fed funds, zdroj agentura Bloomberg).



A ještě úplně nakonec: jak reagovaly trhy na včera oznámená společná opatření centrálních bank? Jedním slovem: špatně. Jak už jsme uvedli na začátku, indikátorem napětí na mezibankovním trhu je rozdíl mezi výnosem státní pokladniční poukázky a sazbou peněžního trhu libor. 31. července 2007 byl tento rozdíl mezi tříměsíční německou pokladniční poukázkou a tříměsíčním eurovým liborem necelých 11bp. V úterý to bylo 107bp, včera 122bp a dnes necelých 128bp (to je nejvíce od začátku krize na peněžním trhu). Zatím tedy žádné viditelné zlepšení.

Ľuboš Mokráš
Česká spořitelna

CEN8010, Ekonomické a strategické analýzy
Na Perštýně, 1, Praha 1, 113 98
tel.: +420 224 995 456
fax.: +420 224 995 120
mailto: lmokras@csas.cz
http://www.csas.cz/analýza