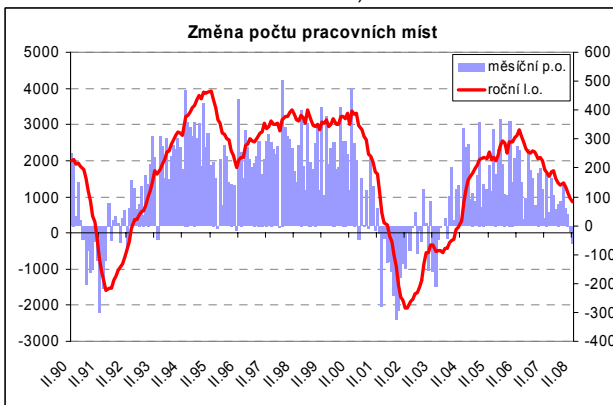


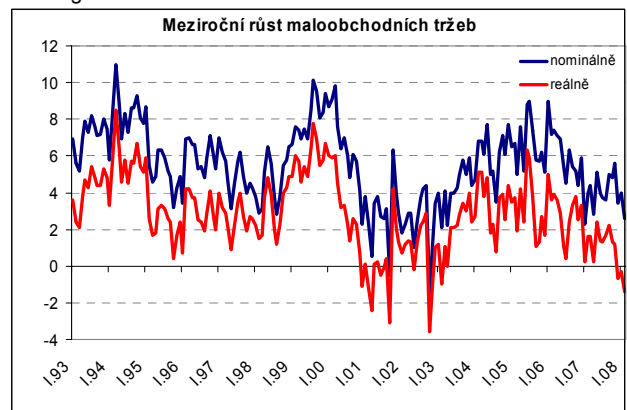
Ilustrované prohlášení Fedu

- Včerejší zasedání FOMC nepřekvapilo. Čekalo se výrazné snížení sazeb a výrazné snížení sazeb také přišlo. Fed si navíc ponechal prostoro pro případné další snížení sazeb. Náš názor je, že přijde ještě minimálně jedno padesátibodové na zasedání FOMC 30. dubna.
- *Recent information indicates that the outlook for economic activity has weakened further. Growth in consumer spending has slowed and labor markets have softened. Financial markets remain under considerable stress, and the tightening of credit conditions and the deepening of the housing contraction are likely to weigh on economic growth over the next few quarters. (Informace z poslední doby ukazují na další zhoršení vyhlídek pro ekonomickou aktivitu. Zpomalil růst spotřebitelských výdajů a zeslábl také trh práce. Finanční trhy zůstávají pod značným tlakem a utahování úvěrových podmínek spolu s propadem v sektoru rezidenčních nemovitostí budou pravděpodobně několik čtvrtletí negativně ovlivňovat růst ekonomiky.)*
- Po finančním sektoru, jehož problémy se aktuálně spíše zhoršují než zlepšují (pád investiční banky Bear Stearns), se do zřetelných problémů začíná dostávat i reálná ekonomika. Předstihové indikátory typu indexu nákupních manažerů nastupující problémy signalizovaly už dříve, nyní se začínají projevat i v klíčových ukazatelích.
- Trh práce slábně už od první poloviny roku 2006. Nejprve šlo o vítaný vývoj, který měl pomoci Fedu tlumit inflační tlaky. Nyní je inflace na okraji pozornosti (pokud se tedy nespekuluje o možnosti stagflace) a v centru pozornosti je hrozba prudkého oslabení trhu práce a následného propadu spotřebitelské poptávky. Z grafu je vidět, že je jednak současně slábnutí trhu práce zřetelně pomalejší než tomu bylo v minulých dvou recesích a jednak jsme zatím hodně daleko od dna dosaženého v minulých recesích. To odpovídá tomu, že trh práce reaguje na vývoj ekonomiky se zpožděním a dna dosahuje až po tom co dnem projde ekonomika jako celek. Možné jsou nyní dva scénáře vývoje: buď nyní trh práce dožene co zatím zanedbal (což vypadá stále pravděpodobněji) nebo projde jen mělkým dnem a významně tím pomůže zbytku ekonomiky (což by znamenalo relativně mírnou a krátkou recesi).



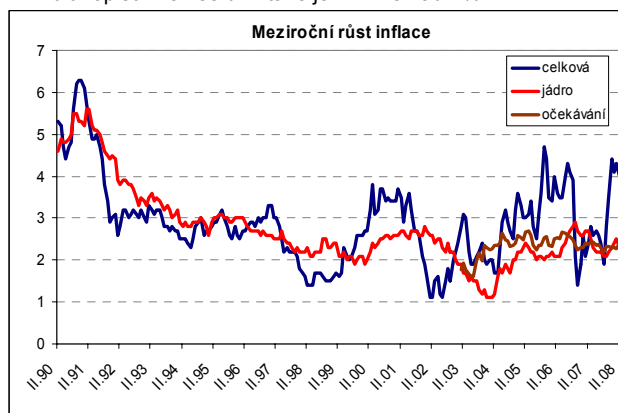
- Vývoj maloobchodních tržeb poměrně věrně kopíruje vývoj na trhu práce. Také zde dochází od první poloviny roku 2006

k mírnému, ale setrvalému, poklesu. Z hlediska reálných čísel situaci ještě zhoršuje akcelerace inflace. Meziroční změna reálných maloobchodních tržeb se tak už dostala do oblastí, ve které byla při poslední recesi. Vzhledem k tomu, že maloobchodní tržby tvoří významnou část spotřeby domácností a spotřeba domácností je pro výkon americké ekonomiky klíčová, zhoršuje tento vývoj podstatně vyhlídky. Kroky Fedu ke stimulaci ekonomiky jsou tak velmi pochopitelné a z hlediska jeho dvojího mandátu (kromě cenové stability také udržení nízké nezaměstnanosti) zcela legitimní.

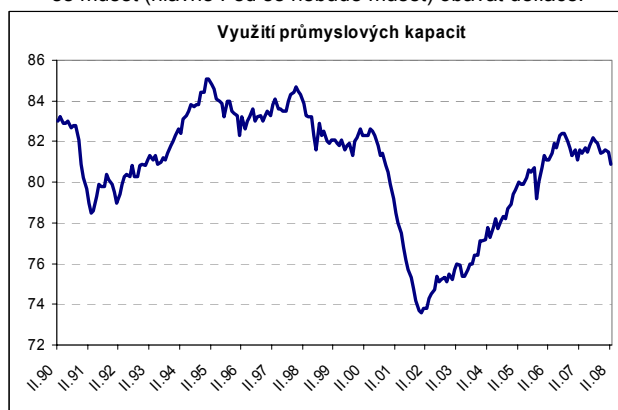


- Inflation has been elevated, and some indicators of inflation expectations have risen. The Committee expects inflation to moderate in coming quarters, reflecting a projected leveling-out of energy and other commodity prices and an easing of pressures on resource utilization. Still, uncertainty about the inflation outlook has increased. It will be necessary to continue to monitor inflation developments carefully. *(Inflace zůstává zvýšená a některé indikátory inflačních očekávání vzrostly. Komise očekává, že v příštích čtvrtletích dojde ke zmírnění inflace. Zmírnění inflace by mělo odrážet očekávaný pokles cen energií a dalších komodit a zmírnění tlaku na využití kapacit. Nejistota ohledně vývoje inflace však vzrostla. Nadále bude nutné pečlivě sledovat vývoj inflace.)*
- Jak už bylo zmíněno, inflace je momentálně na okraji pozornosti většiny investorů, ne však Fedu. Očekávaný vývoj předestřeny Fedem (tedy zmírnění inflace po tom co opadne tlak na ceny komodit a sníží se využití průmyslových kapacit) vypadá rozumně. Důvody pro zeslábnutí inflačních tlaků lze ještě doplnit očekávaným snížením domácí spotřeby, především spotřeby domácností. Naopak negativní roli nyní hraje rychle slábnoucí dolar. Je otázkou jak dlouho budou dovozci držet ceny a kdy případně přistoupí k jejich úpravám odpovídajícím kursovým ztrátám dolaru.
- Celková inflace se dostala na nepřijemně vysoké úrovni, stále je to ovšem v „rámci normy“ (když jako normu vezmeme období 1990 – 2008). Čím déle se ovšem pohybuje kolem 4%, tím větší je riziko, že „prosákne“ do inflačních očekávání (a tedy do mzdových vyjednávání a rozhodnutí o zvýšení cen) a že tedy dojde k nastartování inflační spirály. Jádřová inflace se stále pohybuje mírně nad 2% a i když by jí většina činitelů Fedu viděla raději pod 2%,

nepředstavuje zatím akutní hrozbu. Fed ve svém prohlášení uvádí, že došlo k růstu některých ukazatelů inflačních očekávání. Neplatí to o ukazateli vázaném na finanční trh, kterým je rozdíl mezi desetiletým výnosem státního dluhopisu a výnosem desetiletého inflačně chráněného dluhopisu. Ten se drží také jen mírně nad 2%.



- Co se týká využití průmyslových kapacit: rozdíl mezi současnou úrovní a úrovní z poloviny minulého roku, kdy ještě podle Fedu hrozily inflační tlaky kvůli jejich nadměrnému využívání, je minimální. Zřetelný pokles začíná vlastně až daty o vývoji průmyslové produkce zveřejněnými tento týden v pondělí. Dá se čekat, že následný pokles bude bližší spíše recesi ze začátku devadesátých let než „mileniové“ recesi ze začátku tohoto desetiletí, protože současná situace se podobá spíše prvnímu než druhému případu. Příjemné zjištění: pokud tomu tak bude nebudeme se muset (hlavně Fed se nebude muset) obávat deflace.



- Today's policy action, combined with those taken earlier, including measures to foster market liquidity, should help to

T

promote moderate growth over time and to mitigate the risks to economic activity. However, downside risks to growth remain. The Committee will act in a timely manner as needed to promote sustainable economic growth and price stability. (Dnešní úprava měnové politiky, spolu s akcemi podniknutými už dříve, včetně opatření na podporu likvidity ve finančním systému, by měly pomoci podpořit mírný růst hospodářství ve střednědobém horizontu a omezit rizika pro ekonomickou aktivitu. Rizika směrem dolů pro růst však přetrvávají. Komise bude reagovat včas tak jak bude potřeba aby podpořila udržitelný růst hospodářství a cenovou stabilitu.

- Předposlední odstavec ukazuje směr dalšího vývoje sazeb: ještě dolů (my čekáme další snížení o 50bp v dubnu). Kromě Fedu se ekonomiku snaží podpořit vláda. Perspektiva pro nejbližší období vypadá nevábně: turbulence na finančním trhu asi ještě nějakou (čtvrtletí?) dobu vydrží, čištění zmatků vyrobených v posledních letech boomu na trhu s nemovitostmi a vyjasňování finanční situace jednotlivých institucí zabere nějaký čas. Dá se předpokládat, že ani po odstranění základních problémů nebude náběh finančního systému nijak překotný. Objem a rozložení problémů by už měly být více méně jasné (což by mělo odbrzdít především mezibankovní trh), jejich definitivní zpracování však bude otázkou let (což bude omezovat úvěrovou expanzi). Navíc je třeba počítat s pokračujícími vážnými problémy na trhu s rezidenčními nemovitostmi. Podle bývalého šéfa Fedu A. Greenspana by měla současná krize skončit s koncem poklesu cen nemovitostí. Já si myslím, že je příliš optimistický. S koncem poklesu cen nemovitostí skončí pouze nejhorší část problémů, řada sekundárních, které se často rozbíhají až teď, bude přetrvávat v nepříjemně intenzivní podobě ještě měsíce po dnu trhu s nemovitostmi. Celkově vzato: nejnižší bod současného cyklu sice nemusí být nijak daleko, rozběh do expanze však nejspíš bude hodně pozvolný a hrbolatý.
- A jedna poznámka nakonec (k poslednímu odstavci prohlášení): proti akci Fedu tentokrát byli už dva disidenti. Zatím se vždy objevil jen jeden. Jde o malý, ale zaznamenáníhodný náznak divergence názorů v rámci FOMC.