

Pregled dešavanja na svetskom finansijskom tržištu u periodu od 10. do 21. septembra 2007.

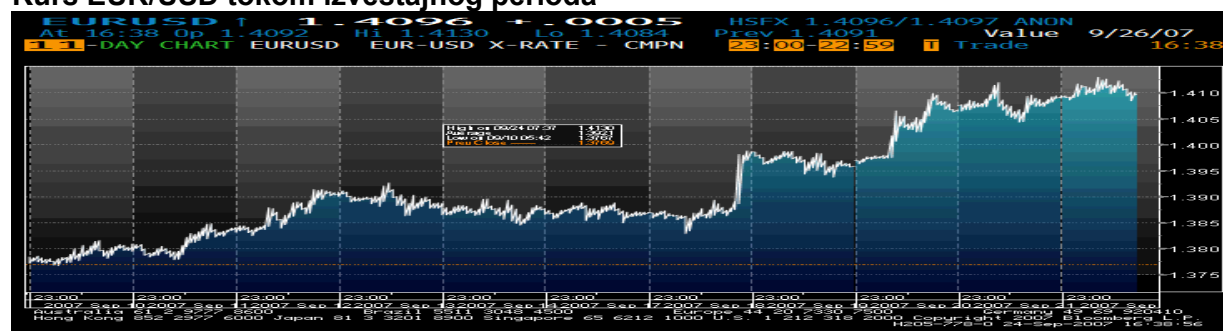
Ben Bernanke, predsednik FED-a, preuzeo je pristup svog prethodnika Alana Grinspena, kada je reč o monetarnoj politici, u pokušaju da predupredi ekonomsku krizu u SAD. Naime, FED je, 18. septembra, snizio nivo referentne kamatne stope na dolar za čitavih 50 bazičnih poena (sa 5,25% na 4,75%), čime je uticao na najveći skok cena akcija u SAD od 2003. godine. Očekuje se da bi to sniženje moglo pomoći da se prevaziđe najveća kriza na tržištu nekretnina od 1991. godine, kao i smanji pritisak Kongresa, koji zahteva niže troškove pozajmljivanja. U saopštenju koje je usledilo nakon sastanka, centralna bankarska institucija SAD je objavila da će nastaviti da deluje u pravcu svog osnovnog cilja – očuvanja cenovne stabilnosti i održivog privrednog rasta. Pored toga, kreatori monetarne politike ohrabрили su banke da koriste finansijska sredstva ove institucije, prihvatajući kao kolateral hartije od vrednosti koje u svojoj podlozi imaju aktivu pogođenu nedavnom krizom na tzv. *subprime* tržištu. Međutim, FED naglašava da inflatorni pritisak još postoji, pa ekonomisti predviđaju da će, samim tim, ostaviti prostora za strožu monetarnu politiku ukoliko privreda ojača. Inače, na tržištu fjučersa se očekivao takav potez FED-a, pa donekle odluka o smanjenju kamate za 50 baznih poena nije predstavljala veliko iznenađenje. Tržišni učesnici na osnovu saopštenja smatraju da FED ne želi da se obaveže na dalje sniženje stopa, tj. početak ciklusa liberalnije monetarne politike. Nosioi monetarne politike u SAD veruju da će to sniženje stope biti dovoljno da se stabilizuju tržišta i da će delovati kao svojevrsna „tampon zona“ za realni sektor. Ukoliko rast ostane stabilan i inflacija nastavi sa rastom, FOMC ostavlja prostor da, na osnovu daljih pokazatelja, okonča ciklus liberalnije monetarne politike i, eventualno, otpočne sa restriktivnom politikom. Takođe, FED je odlučio i da snizi diskontnu stopu za dodatnih 50 bazičnih poena (sada iznosi 5,25%). Pojedini učesnici na tržištu očekuju da će i na sledećem sastanku, 31. oktobra, FOMC referentnu kamatnu stopu sniziti za dodatnih 25 baznih poena, čime bi ona iznosila „neutralnih“ 4,50%. Jednoglasna odluka FOMC-a može značiti da kreatori američke monetarne politike situaciju smatraju veoma ozbiljnom. Međutim, poslednja jednoglasna odluka može biti motivisana i željom da sniženje stope izazove neophodno povećanje poverenja u privredi. Odluka, između ostalog, treba da pomogne bankama i pruži im prostor za savladavanje problema izazvanih krizom na hipotekarnom tržištu. Pored toga što će to na međubankarskom tržištu smanjiti troškove pozajmljivanja, treba da omogući i nastavak najavljenih pripajanja, koja su obustavljena usled krize. Sniženje stope za 50 bazičnih poena će verovatno uticati na stabilizaciju kamatnih stopa na tržištu novca, a pružiće i podršku tržištu akcija pogođenom krizom. Bernanke i ostali zvaničnici FED-a moraju, s jedne strane, da izbegnu greške iz 1998. godine i smanje rizik od pojave recesije. S druge strane, znatno smanjenje kamatne stope može uticati na povećanje inflatornog rizika zbog rekordno visokih cena nafte i slabljenja dolara. Po mišljenjima nekadašnjih kreatora monetarne politike SAD, današnja situacija je sličnija 2000. i 2001. godini jer postoji izraženiji rizik po privredu.

Pregled i predviđanje nivoa referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

Valuta	Referentna kamatna stopa	Na dan	Poslednja promena	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Predviđanje
		21.9.2007.				
EUR	"Refinance Rate"	4,00%	+25 b.p.	6.6.'07.	4.10.'07.	bez promene
CHF	"LIBOR Target Rate"	2,75%	+25 b.p.	13.9.'07.	13.12.'07.	+25 b.p.
JPY	"Target Rate"	0,50%	+25 b.p.	21.2.'07.	11.10.'07.	bez promene
GBP	"Repo Rate"	5,75%		.5.7.'07.	4.10.'07.	bez promene
USD	"FED Funds Target Rate"	4,75%	-50 b.p.	18.9.'06.	31.10.'07.	-25 b.p.

Trgovinski suficit evrozone je u julu manji od očekivanog, objavio je „Eurostat“. Pad izvoza ukazuje da bi jačanje evra moglo značajno uticati na izvozno orijentisanu privredu. Ona bi mogla biti i dodatno pogođena usporavanjem globalnog privrednog rasta, zbog krize na finansijskom tržištu. Organizacija evropskih poslodavaca „BusinessEurope“ upozorila je da bi dalje jačanje evra moglo imati teške posledice po evropske kompanije i da bi ECB morala pažljivo razmotriti neophodnost daljeg rasta referentne kamatne stope. Indikator poverenja investitora nemačkog ZEW instituta ukazao je na smanjenje poverenja investitora zbog pogoršanja ekonomskih uslova u septembru. Istraživanje, u kojem učestvuju 304 analitičara i institucionalna investitora, pokazalo je da je poverenje tržišnih učesnika na najnižem nivou od decembra. Čini se verovatnim, na osnovu ovog indikatora, da će rast nemačke privrede u narednom periodu biti usporen. Ipak, tržišni učesnici predviđaju pre usporavanje nemačke privrede nego recesiju. Kriza na tržištu je uticala na to da privatni sektor evrozone ostvari najniži rast u protekle dve godine. S druge strane, industrijska proizvodnja je u julu porasla više nego što je očekivano, što je, pored rasta plata u drugom kvartalu, dovelo do očekivanja da će ECB povećati kamatnu stopu čim se kriza na tržištu stiša. Ipak, ostaje rizik da bi izvozno orijentisana privreda Nemačke mogla biti pogođena ukoliko kriza na delu finansijskog tržišta SAD bude uticala na privatnu potrošnju i, samim tim, izazove pad američkog privrednog rasta, što bi uticalo na ostatak sveta. Zvaničnici centralnih banaka na sastanku održanom u Bazelu izjavili su da je neophodno više informacija da bi se procenio uticaj krize na svetsku privredu, mada, po njihovom mišljenju, globalna privreda počiva na čvrstim temeljima. Čelnik centralne banke Francuske Kristijan Nojer izjavio je, početkom izveštajnog perioda, da ne treba očekivati da će kriza na finansijskom tržištu imati značajniji uticaj na privredni rast evrozone, iako je unela nesigurnost u privredu. Po njegovim rečima, uloga ECB nije da spasava špekulante, već da izbegne da zdravi i oprezni investitori ne budu pogođeni tom krizom. Ipak, smatra Nojer, da će za povratak poverenja na tržištu biti potrebno vreme. Pored toga, drugi zvaničnici ECB-a napominju da, uprkos trenutnoj krizi, inflatorni rizik i dalje ostaje prisutan. Sve to, zajedno, na tržištu stvara očekivanja da bi ECB mogla podići nivo referentne kamatne stope na evro. Usporavanje privrednog rasta SAD, a ne recesija, ono je što očekuje Međunarodni monetarni fond (MMF). Ipak, niko ne može da predvidi do koje mere će to uticati na svetsku privredu. Prema rečima direktora MMF-a za Evropu, kriza na finansijskom tržištu će ipak usporiti rast evropske privrede više nego što se u početku očekivalo.

Kurs EUR/USD tokom izveštajnog perioda



Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem.

Od ponedjeljka, 10. septembra, američka valuta je počela da beleži najveći pad za poslednjih 15 godina mereno prema korpi vodećih svetskih valuta. Pad je bio izazvan izuzetno lošim podacima vezanim za tržište radne snage u SAD, što je podstaklo tržišne učesnike da očekuju da će FED sniziti kamatne stope. Samim tim, za globalne investitore je opala atraktivnost američke valute. Naime, sniženje kamatnih stopa u SAD će smanjiti prinose na dolarski denominovane investicije, čineći ih manje konkurentnim. Tržište, između ostalog, očekuje da bi američka valuta mogla dostići 1,42 dolara za evro u toku narednih šest nedelja. Takođe, tokom

druge nedelje izveštajnog perioda dolar je nastavio pad u odnosu na korpu svetskih valuta zbog smanjene tražnje za tom valutom. Kamatne stope na pozajmice na *overnight* bazi na londonskom međubankarskom tržištu su, nakon vrhunca krize, zabeležile pad zahvaljujući velikim injekcijama likvidnosti svetskih centralnih banaka. Ipak, pozajmice na jedan i tri meseca ostaju skupe zbog toga što su banke i dalje nevoljne da pozajmljuju novac jedne drugima. Na osnovu saopštenja MMF-a s početka ovog izveštajnog perioda, dominantna pozicija dolara kao rezervne svetske valute polako opada, dok ga evro sve više zamenjuje. Taj trend je naročito prisutan u zemljama u razvoju. U ovom posmatranom periodu kurs EUR/USD kretao se u rasponu od 1,3802 (*minimalna vrednost ostvarena tokom ovog izveštajnog perioda, na zatvaranju 10. septembra*) do 1,4091 (*maksimalna vrednost ostvarena 21. septembra na zatvaranju*) dolara za evro.

Kretanje kurseva JPY, GBP i CHF prema EUR i USD tokom posmatranog perioda:

	min-max	promena *
JPY	156,96-162,77	▲
GBP	0,68064-0,70050	▲
CHF	1,6379-1,6530	▲

	min-max	promena *
JPY	113,72-116,08	▲
GBP	0,4918-0,5013	▲
CHF	1,1724-1,1896	▼

*Promena vrednosti za jedinicu EUR, odnosno USD – početak u odnosu na kraj posmatranog perioda – na zatvaranju.
Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem.

Tržište hartija od vrednosti

"US Treasury Futures" – indikacija kretanja cena desetogodišnjih američkih državnih obveznica



Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem.

"Bond Futures" – indikacija kretanja cena desetogodišnjih nemačkih državnih obveznica



Američke državne obveznice

Početkom izveštajnog perioda, prinosi na hartije američkog Trezora bili su na dvogodišnjem minimumu nakon neočekivano loših podataka vezanih za tržište radne snage u SAD objavljenih u petak, 7. septembra. Usled straha da bi to moglo značiti početak recesije u SAD, tržišni učesnici su, s pravom, očekivali reakciju FED-a u vidu sniženja referentne kamatne stope. Tržište fjučersa na kamatnu stopu ukazivalo je na to da su investitori očekivali sniženje za 50 baznih poena. Ti neočekivani, i u neku ruku šokantni, podaci uticali su da cene državnih hartija, koje se smatraju sigurnijim investicionim instrumentima, ostvare nagli rast. Takođe, to je dovelo do rekordnog pada dolara, koji je ostvario najniži nivo za poslednjih 15 godina. Cene dugoročnih hartija američkog Trezora su, nakon odluke FED-a, zabeležile pad, dok su cene zlata porasle. Opadajući trend cena desetogodišnjih američkih državnih obveznica nastavljen je i tokom druge nedelje izveštajnog perioda, između ostalog zbog straha da sniženje stope može znatno uticati na povećanje inflatornih pritisaka, kao i zbog povratka poverenja investitora u oporavak

američke privrede nakon poslednje odluke FED-a, čime je podstaknuta tražnja za rizičnijom aktivom. Razlika u prinosima između dvogodišnjih i desetogodišnjih obveznica se povećala na 56 bazičnih poena.

U posmatranom periodu objavljeni su sledeći značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD:

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Trgovinski bilans, u mlrd USD (Trade Balance, MoM) 11/9/2007	Jul	59,0	59,2	59,4
Industrijska proizvodnja (Industrial Production) 14/9/2007	Avg.	0,3%	0,2%	0,5%
Očekivana odluka FOMC-a o referentnoj kamatnoj stopi (FOMC Rate Decision Expected) 18/9/2007	18. sept.	5,00%	4,75%	5,25%
Broj nezaposlenih koji prvi put konkurišu za posao, u 000 (Initial Jobless Claims) 20/9/2007	15. sept.	321	311	320

Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem.

Evropske državne obveznice

Tokom prve nedelje fjučersi na evropske državne obveznice su zabeležili gubitke, zajedno s hartijama američkog Trezora. Prinos na tzv. *Schatz* hartije (*dvogodišnje državne obveznice Nemačke*), koje su osetljive na promenu kamatne stope, ostvario je rast do nivoa od 3,979%, a na desetogodišnje državne obveznice od 1,4 bazična poena, do nivoa od 4,128%. Cene evropskih državnih obveznica ostvarile su rast početkom druge nedelje, prevashodno usled problema na tržištu akcija, zbog čega investitori tragaju za sigurnijim ulaganjima poput obveznica. Na tržištu akcija posebno su bile pogođene finansijske institucije, prvenstveno „Northern Rock“, jedna od vodećih hipotekarnih institucija Velike Britanije. Krajem izveštajnog perioda cene državnih obveznica evrozona su ostvarile blagi rast, prateći istorijski rast evra prema dolaru, mada su u petak, 21. septembra, dugoročne hartije zabeležile pad usled straha da bi odluka FED-a mogla značiti povećanje inflatornog rizika. Razlika između dvogodišnjih i desetogodišnjih prinosa se povećala s obzirom na to da investitori smatraju da će odluka FED-a ohrabriti privatnu potrošnju i uticati na rast cena. Zvaničnici ECB-a i dalje ističu da će nastaviti s restriktivnom politikom. Krajem druge nedelje posmatranog perioda, prinosi na petogodišnje nemačke državne obveznice („*German Bobs*“) iznosili su 4,22% bazna poena (sa 4,05% *prethodne nedelje*), a na desetogodišnje državne obveznice („*German Bunds*“) 4,36% baznih poena (sa 4,17% *prve nedelje izveštajnog perioda*).

Značajni pokazatelji aktivnosti u evrozoni objavljeni u posmatranom periodu bili su:

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Indeks potrošačkih cena u evrozoni, M/M (EC: Consumer Price Index, MoM) 14/9/2007	Avg.	0,1%	0,1%	-0,2%
ZEW indeks ekonomskog poverenja u Nemačkoj, M/M (GE: ZEW Survey – Econ.Statement) 18/9/2007	Sept.	-17,0	-18,1	-6,9
ZEW indeks o trenutnom stanju ekonomije Nemačke (GE: ZEW Survey – Current Situation) 18/9/2007	Sept.	75,0	74,4	80,2
Proizvodne cene u Nemačkoj, M/M (GE: Producer Prices, MoM) 19/8/2007	Jul	0,1%	0,1%	-0,1%

Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem.

Zlato: 703,10–733,26 (US\$/OZ)

	Zaključene cene zlata (US\$/OZ) u periodu:			
	10–14.9.'07.		17–21.9.'07.	
ponedeljak	703,10	min	717,90	min
utorak	712,50	max	723,50	
sreda	711,60		721,40	
četvrtak	708,30		733,26	max
petak	707,60		731,50	

Kretanje cene zlata u posmatranom periodu



Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem.

Cena zlata je, početkom izveštajnog perioda, ostvarila šesnaestomesečni maksimum, kao posledica očekivanja da će FED sniziti nivo referentne kamatne stope. Uobičajeno je da niže kamatne stope čine dolar manje atraktivnijim i zlato privlačnijim kao alternativnom investicijom. Zlato se vrlo često koristi kao osiguranje od inflacije koju izaziva rast cena nafte, dok manja vrednost dolara, takođe, čini zlato, denominovano u dolarima, jeftinijim za investitore koji poseduju druge valute. Na samom kraju izveštajnog perioda, u petak 21. septembra, cena zlata je dostigla tridesetogodišnji maksimum. To je prevashodno izazvano tzv. *safe-haven* efektom, usled rekordnog pada dolara. Pojedini tržišni učesnici očekuju da do kraja meseca cena zlata dostigne nivo i do 750 dolara za uncu. Tokom posmatranog perioda minimalna cena zlata od 703,10 dolara po finoj unci realizovana je 10. septembra, dok je maksimalna cena zlata (733,50 *na zatvaranju*) realizovana 20. septembra.

Nafta: 76,15–78,98 (US\$/Barrel–Brent Crude Oil)

	Zaključene cene nafte (US\$/ Barrel) u periodu:			
	10–14.9.'07.		17–21.9.'07.	
ponedeljak	76,15	min	77,46	min
utorak	76,67		77,58	
sreda	78,33	max	78,39	
četvrtak	77,94		78,98	max
petak	76,81		78,89	

Kretanje cene nafte u posmatranom periodu



Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem.

Početkom izveštajnog perioda cena nafte je zabeležila pad zbog očekivanja da će na sastanku OPEK-a biti doneta odluka o povećanju proizvodnje, kako bi se izašlo u susret povećanoj tražnji pred predstojeću zimu. Industrijske zemlje, koje su ujedno i vodeći potrošači nafte, stoje na stanovištu da će zalihe crnog zlata rapidno pasti početkom sledeće godine ukoliko OPEK ne poveća proizvodnju. Međutim, cena nafte je ostvarila rast tokom te nedelje do nivoa od 79 dolara za barel, kao posledica pada zaliha nafte u SAD i odbijanja OPEK-a da znatnije poveća proizvodnju. Rast cena nafte nastavljen je i nakon odluke FED-a da snizi kamatnu stopu, jer tržište očekuje da bi to moglo dovesti do oporavka privrede i povećanja tražnje za „crnim zlatom“. Reagujući na rast cene nafte, OPEK će, verovatno, održati konsultacije povodom daljeg povećanja proizvodnje ukoliko cena ostane iznad 80 dolara po barelu duže od 15 ili 20 dana. Tokom druge nedelje izveštajnog perioda cena nafte je dostigla apsolutni maksimum, preko 82 dolara za barel, kao posledica zabrinutosti u vezi sa snabdevanjem

naftom SAD, vodećeg svetskog potrošača. Pored straha od uragana i drugih rizika po snabdevanje, investicije u energetske sektor iz krizom pogođenog sektora akcija dovele su do rekordnog skoka cene nafte. Tokom ovog izveštajnog perioda minimalna cena nafte (76,15) realizovana je 10. septembra, dok je maksimalna cena (*na zatvaranju*) od 78,98 dolara po barelu sirove nafte zaključena 20. septembra.