

Pregled dešavanja na svetskom finansijskom tržištu u periodu od 19. do 30. novembra 2007. godine

Kriza „*Subprime Mortgage*” i dalje ozbiljno pretila da izazove sveopštu recesiju američke privrede. Kada je euforija kupovine nekretnina i masovnog odobravanja rizičnih hipotekarnih kredita (HK) zahvatila SAD, vodeće američke banke su zvanično ostale verne tradicionalnim kriterijumima pri odobravanju zajmova. Ako bi danas neko odlučio da proveriti sklopljene ugovore, teško da bi se u arhivama tih banaka mogao pronaći jedan rizičan ili finansijski nelogičan zajam. U isto vreme, međutim, pojavile su se brojne „fantomske” hipotekarne institucije koje su prosto delile kredite. Sada je više nego očigledno da su od samog početka iza njih, u stvari, stajale vodeće američke finansijske institucije (kao npr. *Country Nationwide*, *Citi*¹⁾, *JP Morgan Chase* i dr.). Kada je posle sloma IT sektora 2001. privredi SAD zapretila recesija, Grinspen je prosto udžbenički oborio kamatne stope (sve do rekordno niskih 2%, sredinom 2002) ne bi li je oživeo. Zahvaljujući vrlo razvijenom sistemu hipotekarnog kreditiranja (SHK), pojavila se mogućnost refinansiranja HK (gašenja prethodnih HK po višim i ugovaranja novih po, tada, sve nižim kamatnim stopama). Odjednom, oko 40 miliona domaćinstava SAD imalo je osetno nižu mesečnu ratu otplate, pa tako i više sredstava za potrošnju (procenjuje se nešto preko 120 milijardi dolara godišnje, tj. oko dodatnih 1% BDP-a SAD). Zato je i FED nerado počeo osetnije da podiže nivo kamata tek 2004. godine. Do tada je refinansiranje HK ne samo postalo nacionalni sport nego je počelo da vodi i povećanju tražnje za stanovima – i to sve većim i skupljim. Naime, skuplji stan (za koji se, pri nižim kamatnim stopama, mogla plaćati jednaka rata kao i za prethodni jeftiniji) imao je prednost što je mogao poslužiti i kao zalog većem potrošačkom kreditu („*Home Equity Loan*”). Pri tom je promet na tržištu već korišćenih stanova – zahvaljujući razvijenom SHK – bio nekoliko puta veći od onog na tržištu novoizgrađenih. Pri tolikoj tražnji, cene stanova su rasle više od stope inflacije (procenjuje se da su na prezasićenom stambenom tržištu SAD cene stanova „prenaduvane” za oko 20%). Tržište „*Subprime*” HK je u jednom trenutku postalo poslednje utočište za one koji nisu mogli da se kvalifikuju za dobijanje propisnog HK. S tim u vezi, pojedine hipotekarne kompanije odobravale su HK bez učešća, bez uvida u kreditnu sposobnost klijenta, čak i bez ikakve provere njihovih prihoda, ali uz znatno više, lihvarske kamate. Neke od njih su pokušavale da održe iluziju o jeftinim HK uvođenjem nove formule (2/28), zavaravajući klijente de facto grejs periodom od dve godine (kada su rate još bile podnošljive), posle koga bi kamate varirale, ali na nivou od nekoliko procenata iznad onih na regularnom tržištu. Kolebljive klijente bi ohrabivali sugestijom da je rast kamata samo privremen i da će one ponovo morati da padaju, kada će kupcima opet biti omogućeno da refinansiraju HK. Agenti ovih kompanija bili su posebno stimulisani da nagovaraju klijente da se opredele za rizične HK, čak i kada su oni mogli da dobiju konvencionalne HK. Tako je samo u poslednje dve godine odobreno blizu dva miliona rizičnih HK, koje je veoma teško otplatiti. Izvlačenjem klijenta iz nevolje u koju su ga i ubacile, uz uzimanje silnog novca za razne oblike refinansiranja, kompanije su uspevale da, nakon grejs perioda, nadoknade iznos koji se regularno plaća za učešće i na taj način se obezbede

¹⁾ U periodu između jula i novembra 2007. g., vrednost akcija Citi banke pala je sa 51 na 33 dolara. Istog dana kada je javnost obavestena o odlasku Čarlsa Prinsa, izvršnog direktora Citigroup, Banka je izdala saopštenje u kome je obelodanjena namera da se jednokratno otpiše 11 m ilijardi dolara propalih investicija. Do sada su za neuspešno poslovanje ceh obično plaćali izvršni menadžeri na nižim nivoima upravljanja. Ovoga puta, krenulo se od vrha, kao i u slučaju nedavnog odlaska Stenlija O'Nila, prvog čoveka investicione kompanije Merrill Lynch.

od eventualnog pada vrednosti nekretnine. A kada bi klijent, finansijski iscrpljen, prestao da otplaćuje HK, ostatak duga namirivale bi prodajom njegove kuće. Razmere ove bezdušnosti zasenjuje jedino kratkovidost tih institucija, koje su previdеле da omasovljenje takve prakse vodi prezasićenju tržišta stanova, na kome neće moći da ostvare ni polovinu od one cene koju je kuća imala u trenutku odobravanja HK (*neke su već bankrotirale, a nekima su akcije pale na trećinu vrednosti koju su imale pre nekoliko meseci, slučaj Country Nationwide*). Do skoro su samo prvoklasni stambeni HK služili kao osnova za emitovanje hipotekom pokrivenih obveznica (*MBS – Mortgage Backed Securities*). Da je tako ostalo, ne bi bilo većih posledica po finansijsko tržište. Ali pojedine hipotekarne kompanije su, pored konvencionalnih, u ove pakete uključivale i rizične HK. Kada su i menadžeri hedž fondova (*fondova za smanjivanje rizika*) primetili da tako pomešani paketi MBS nose veći prinos (*zbog lihvarskih kamata na rizične HK*) od onih sa samo prvoklasnim HK, oni su insistirali da se što više ovih rizičnih HK uključi u pakete MBS. Pohlepa ih je navela da tako kontaminirane pakete MBS prepakuju u CDO, i to više puta (*u žargonu to označavajući kao CDO na kvadrat i na kub*)²⁾ i tako zametnu trag. Šteta po finansijska tržišta bi bila neuporedivo manja da rejting agencije nisu bile gluve na upozorenja o slomu stambenog tržišta, pogubnosti zelenaških HK i da takvim derivativima nisu odobravali najviši, AAA, rejting, bez koga niko od krupnih (*prvenstveno inostranih*) investitora ne bi naseo na ove kontaminirane hartije. Tako su omogućili menadžerima hedžing fondova da do tada korektne MBS pretvore u CDO kontaminirane ovim lihvarskim (*subprime*) HK, dakle, u praktično bezvredne hartije, kojima sada više niko neće da trguje. Prema nekim procenama, komplikovana prevara teška je između 700 do 1.000 milijardi dolara (*razmera hipotekarnog sloma iznosi 1/5 BDP-a SAD*). U naredne dve godine biće aktivirano oko 1,8 miliona hipoteka, što će, praktično, udvostručiti rezerve stanova, čak i u slučaju da nijedan novi stan u međuvremenu ne bude izgrađen. Prestiž čitavog američkog SHK, koji je decenijama građen, već trpi ozbiljan udarac (*oko 60% kredinih plasmana banaka SAD je vezano za stambene kredite*). MBS će drastično izgubiti na atraktivnosti i biće potrebno bar nekoliko godina da se izgubljeno poverenje povрати, uz činjenicu da u dogledno vreme strani investitori sigurno neće u dosadašnjim razmerama finansijski dotirati američki SHK. Ne činiti ništa da se navedene posledice spreče gotovo neizbežno vodi recesiji ili čak ozbiljnijem privrednom nazadovanju, što je u godini predizborne kampanje praktično nezamislivo. S tim u vezi, kao terapija se pojavljuju dve opcije: (a) prepuštanje tržištu da „izduva balon prenaduvanih” cena nekretnina ili (b) intervenisanje na veliko, ne bi li se dimenzije štete što više ublažile. Administracija SAD jednostavno nema veliki izbor mera. Jedna je da se smanjenjem nivoa kamata od strane FED-a oživi promet stanova i da se olakša položaj korisnika zelenaških HK kako bi oni ipak mogli da otplaćuju rate tih HK. Dalji pad kamate FED-a bi, preko oživljavanja tržišta nekretnina, ponovo podstakao potrošnju u ostalom delu privrede. Nizak nivo kamata u tom slučaju trebalo bi da obeleži narednih nekoliko godina, što je veoma rizično u uslovima pojačanih inflatornih očekivanja i ponovnog pregrevanja tržišta nekretnina. S tim u vezi, nema garancija da bi ceo američki SHK funkcionisao kao pre ove havarije na MBS i CDO tržištu. To potvrđuje i veoma mlak prijem na koji je naišao pokušaj, sponzorisan od strane vlade, da vodeće banke naprave poseban garantni fond za CDO od čak 100 milijardi dolara. Lek za sadašnje stanje ubrzano se traži i nema sumnje da će se pojaviti razboriti predlozi³⁾, ali je mnogo važnije da se ceo SHK temeljno rekonstruiše, kako bi se dobile čvrste garancije da se ovakvi ili još krupniji potresi više ne mogu ponoviti.

²⁾ I druge HoV, kao npr. ABCP's („*Asset Backed Commercial Papers*“), izdavane su preko posebnih SIV's („*Special Investment Vehicles*“) finansijskih instrumenata, mada je većina tih SIV's hartija bila investirana i u CDO's („*Collateral Debt Obligations*“) finansijske instrumente koji su u svojoj strukturi najčešće imali neadekvatno rangirane Subprime HK.

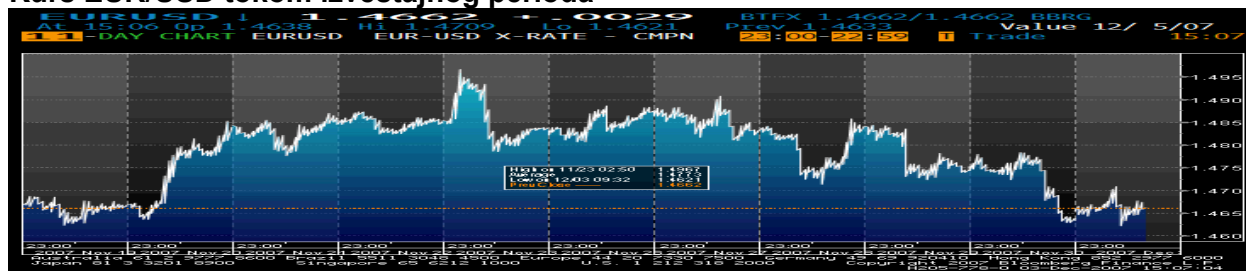
³⁾ Predlog Federalne korporacije za osiguranje depozita (*Federal Deposit Insurance Corporation – FDIC*) o zamrzavanju kamate na nivou grejs perioda, kojim bi se izbrisala razlika između konvencionalnih i rizičnih HK i time izbegla potreba za obaranjem ili dugotrajnim držanjem kamatne stope na niskom nivou, ne rešava osnovni problem: većina korisnika rizičnih HK najverovatnije neće biti u stanju da plaća ni te nove kamate od 7 do 8%.

Pregled i predviđanje nivoa referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

Valuta	Referentna kamatna stopa	Na dan	Poslednja promena	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Predviđanje
		30.11.2007				
EUR	"Refinance Rate"	4,00%	+25 b.p.	6.6.'07	6.12.'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	20.12.'07	bez promene
GBP	"Repo Rate"	5,75%	+25 b.p.	5.7.'07	6.12.'07	bez promene
USD	"FED Funds Target Rate"	4,50%	-25 b.p.	31.10.'07	11.12.'07	-25 b.p.

I u ovom izveštajnom periodu objavljeni su loši podaci iz sektora nekretnina SAD (*broj novih dozvola za gradnju kuća „Building Permits“ je u oktobru pao na najnižu vrednost u poslednjih 14 godina*). Tržište je reagovalo tako da je kurs EUR/USD dostigao novi istorijski nivo od 1,4873 dolara za evro, a po prvi put kurs USD/CHF je pao ispod 1,0969 švajcarskih franaka za dolar. Osim loših podataka vezanih za sektor nekretnina, na slabljenje dolara uticala je i najava zemalja iz Persijskog zaliva da postoji mogućnost da prekinu vezanost svojih valuta za američku valutu, kako bi se izborile s rastućim inflatornim pritiscima. Ukoliko se to desi, ove zemlje će akumulirati manje dolara u svojim rezervama, što bi se sigurno negativno odrazilo na vrednost američke valute. Na oporavak dolara početkom druge nedelje izveštajnog perioda uticala je i odluka Citigroup Inc. da proda udeo u vlasništvu, vredan 7,5 milijardi dolara, investicionom ogranku vlasti Abu Dabija. Ovaj potez je od strane investitora protumačen kao znak da finansijske institucije popravljaju štetu nastalu usled „subprime“ krize. Dolar je nastavio s rastom, podstaknut tražnjom američkih korporacija koje nastoje da „srede svoje račune“ do kraja meseca i da pokriju zahteve za gotovim novcem do kraja godine, kao i viđenjem nekih investitora da je dolar, makar privremeno, previše oslabio i da se nazire kraj daljeg slabljenja. Ipak analitičari veruju da je oporavak dolara kratkotrajan, s obzirom na slabe opšte ekonomske indikatore i niz loših vesti iz finansijskih kompanija pogođenih krizom. To je potvrđeno i padom „Durable Goods Orders“ treći mesec zaredom, kao i padom „Existing Home Sales“ (u oktobru, za 1,2%), koji je bio veći od očekivanog. U ovom posmatranom periodu kurs EUR/USD kretao se u rasponu od 1,4633 (*minimalna vrednost ostvarena tokom ovog izveštajnog perioda, na zatvaranju 30. novembra*) do 1,4873 (*maksimalna vrednost ostvarena 26. novembra, na zatvaranju*) dolara za evro.

Kurs EUR/USD tokom izveštajnog perioda



Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem

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

	min-max	promena *
JPY	159,73-163,31	▲
GBP	0,71145-0,72010	▼
CHF	1,6314-1,6566	▲

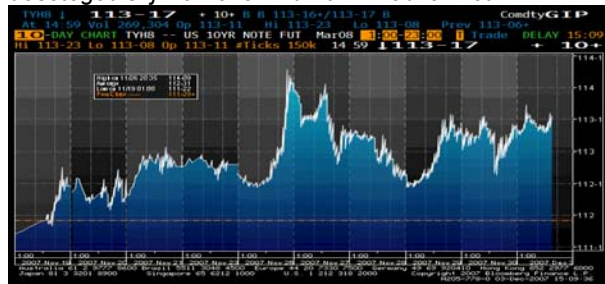
	min-max	promena *
JPY	107,41-111,23	▲
GBP	0,4802-0,4877	▼
CHF	1,0969-1,1318	▲

*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



“Bond Futures” – indikacija kretanja cena desetogodišnjih nemačkih državnih obveznica



Izvor podataka: “Bloomberg” informacijski sistem.

Američke državne obveznice

Tokom ovog izveštajnog perioda objavljenu Belešku sa sastanka FED-a održanog u oktobru propratila je i procena FED-a da će u narednoj godini doći do usporavanja privrede SAD (*usled kreditne krize, slabljenja tržišta nekretnina i visoke cene nafte*). Procena je da će rast BDP-a u 2008. biti između 1,8% i 2,5%, što je znatno manje od raspona 2,5% i 2,75%, koliko je bilo predviđano u junu ove godine. To je pojačalo očekivanja da će FED 11. decembra sniziti stopu, kako bi sprečio dalje usporavanje privrede. Tokom prve nedelje izveštajnog perioda, druga po veličini američka kompanija za hipoteke *Freddie Mac* objavila je neto gubitak od dve milijarde dolara, kao posledicu pada cena nekretnina i kreditne krize. Vest je prouzrokovala najveće dnevno procentualno smanjenje cene akcija *Freddie Mac*, koja je pala na 11-godišnji minimum (*što je, između ostalog, potvrdilo očekivanja investitora da će FED sniziti stopu na narednom sastanku*). Glavni ekonomista S&P za Evropu predviđa da će FED do kraja leta 2008. sniziti nivo referentne kamatne stope na 3,5%, a s verovatnoćom od 40% vidi i mogućnost pojave recesije u narednih godinu dana u SAD. Dobre vesti tokom prve nedelje izveštajnog perioda usledile su sa tržišta rada, gde su 21. novembra objavljeni podaci „*Initial Jobless Claims*”. Izjava potpredsednika FED-a da obnovljeni problemi na finansijskom tržištu SAD mogu usporiti američku privredu više nego što je očekivano shvaćena je kao signal daljeg sniženja stope na dolar. Ta izjava bila je u skladu s FED-ovim „*Beige Book*” izveštajem, koji je pokazao da je tokom oktobra do sredine novembra u odnosu na prethodni period rast usporen i da je tražnja za nekretninama veoma oslabila. Kraj izveštajnog perioda obeležen je pomešanim porukama indikatora stanja privrede SAD. S jedne strane, zabeležen je rast BDP-a na godišnjem nivou od 4,9% tokom trećeg kvartala, što je najviše u četiri godine, a „*Chicago PMI*” je sa 52,9 bio bolji od očekivanja investitora. S druge strane, vrednost podatka „*Initial Jobless Claims*” objavljena 29. novembra porasla je za 22.000 više od očekivanja, ukazujući da je, do sada, jako tržište rada počelo da slabi pod uticajem krize, a „*PCE Deflator*” za oktobar je sa 2,9% na godišnjem nivou prevazišao očekivanja (*u odnosu na prethodnih 2,4% i očekivanih 2,6%*).

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

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Broj izdatih građevinskih dozvola, u 000 (Building Permits) 20/11/2007	20. nov.	1.200	1.178	1.261
Prodaja postojećih stambenih objekata, m/m (Existing Home Sales, MoM) 28/11/2007	Okt.	-0,8%	-1,2%	-8,2%
Broj nezaposlenih koji prvi put konkuriraju za posao, u 000 (Initial Jobless Claims) 29/11/2007	24. nov.	330	352	329
Deflator bazne inflacije na godišnjem nivou (PCE Deflator, YoY) 30/11/2007	Okt.	2,8%	2,9%	2,4%

Izvor podataka: “Bloomberg” informacijski sistem.

Evropske državne obveznice

Tokom prve nedelje ovog izveštajnog perioda cene evropskih državnih obveznica su opet počele da rastu kako su znaci sve većih gubitaka zbog tržišta kredita i visoke cene goriva podstakli tražnju za državnim hartijama od vrednosti. Slabljenje dolara je uslovalo dodatno povećanje tražnje za sigurnijim oblikom ulaganja, tako da su se i prinosi na dvogodišnje evropske državne obveznice približili godišnjem minimumu.

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

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Indeks poslovne klime u Nemačkoj (GE: IFO Business Climate) 27/11/07	Nov.	103,3	104,2	103,9
Indeks potrošačkih cena u Nemačkoj, m/m (GE: Consumer Price Index, MoM) 27/11/07	Proj. za novembar	0,1%	0,4%	0,2%
Monetarni agregat M3 za evrozonu, g/g (EC: Euro-Zone M3, YoY) 28/11/07	Okt.	11,5%	12,3%	11,3%
Stopa rasta BDP u evrozoni za treći kvartal, g/g (EC: Euro-Zone GDP, YoY) 30/11/07	Proj. za Q3	2,6%	2,7%	2,6%

Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem.

Na pad cena evropskih državnih obveznica tokom druge nedelje izveštajnog perioda znatno su uticale vrednosti sledećih podataka: indeks potrošačkih cena u Nemačkoj i monetarni agregat M3 za evrozonu. Monetarni agregat M3 definiše iznos gotovine u 12 zemalja EMU i indikator je mogućeg rizika jačanja inflatornih pritisaka usled rasta novčane mase u regiji (*svojim povećanjem posredno utiče i na odluku ECB o promeni nivoa referentne kamatne stope na evro*).

Zlato: 781,75–824,60 (US\$/OZ)

Skoro celu prvu nedelju ovog izveštajnog perioda cenu zlata je obeležio rastući trend, sa izuzetkom drugog dana, kada je zabeležila tronedeljni minimum usled oporavka cena akcija. Krajem prve nedelje, cena zlata premašila je 800 dolara po finoj unci budući da su kriza na tržištima kredita i sporiji ekonomski rast u SAD ponovo povećali tražnju za zlatom kao alternativnim oblikom ulaganja. Na rast cene zlata dodatno je uticao pad vrednosti dolara na novi istorijski minimum u odnosu na evro, usled očekivanja da će FED u decembru smanjiti nivo referentne kamatne stope. Silazni trend cene zlata, zabeležen tokom druge nedelje ovog izveštajnog perioda, opravdava se smanjenjem cena sirove nafte i padom cena na tržištima akcija. Tokom posmatranog perioda, minimalna cena zlata od 781,75 dolara po finoj unci realizovana je 19. novembra, dok je maksimalna cena zlata (824,60 na zatvaranju) ostvarena 26. novembra.

	Zaključene cene zlata (US\$/OZ) u periodu:			
	19–23.11.'07		26–30.11.'07	
ponedeljak	781,75	min	824,60	max
utorak	803,20		812,59	
sreda	800,32		804,83	
četvrtak	804,53		793,07	
petak	823,80	max	783,75	min

Kretanje cene zlata u posmatranom periodu

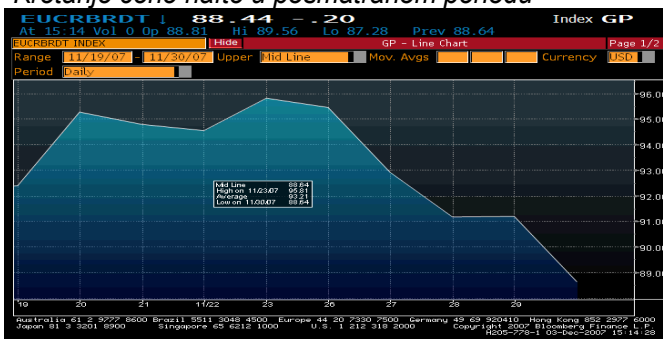


Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem.

Nafta: 88,64–95,81 (US\$/Barrel–Brent Crude Oil)

	Zaključene cene nafte (US\$ / Barrel) u periodu:			
	19–23.11.'07		26–30.11.'07	
ponedeljak	92,39	min	95,44	max
utorak	95,27		92,91	
sreda	94,79		91,17	
četvrtak	94,54		91,18	
petak	95,81	max	88,64	min

Kretanje cene nafte u posmatranom periodu



Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem.

Na samom početku izveštajnog perioda cena sirove nafte bila je na nešto nižem nivou usled spekulacija da su zalihe goriva u SAD zabeležile rast i straha da bi gubici na tržištima kredita mogli dovesti do usporavanja američkog ekonomskog rasta. Cenu nafte je, nakon toga, do kraja prve nedelje uglavnom obeležio trend rasta, čemu je znatno doprinelo i rekordno smanjenje vrednosti američke valute, što je pokrenulo spekulacije da bi to moglo podstaći tražnju za naftom. Pad tražnje za gorivom u SAD znatno je oborio cenu nafte, a ovaj opadajući trend nastavljen je sve do kraja izveštajnog perioda. Tokom ovog izveštajnog perioda maksimalna cena nafte (95,81) realizovana je 23. novembra, dok je minimalna cena (na zatvaranju) od 88,64 dolara po barelu sirove nafte zaključena 30. novembra.