

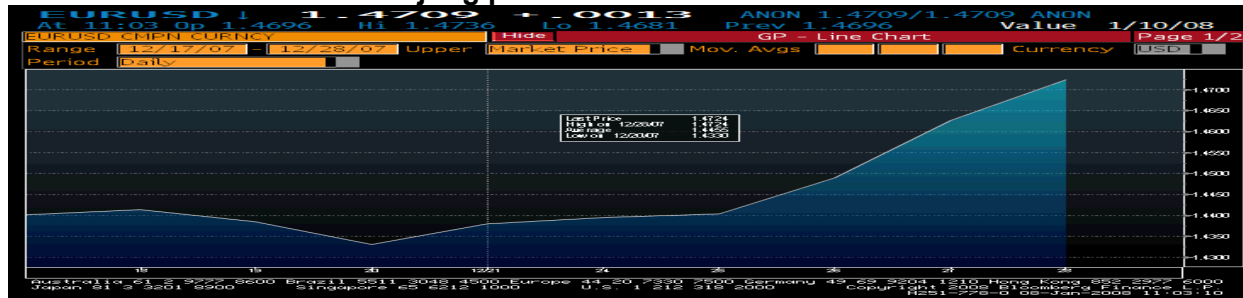
Pregled dešavanja na svetskom finansijskom tržištu u periodu od 17. do 28. decembra 2007. godine

Pregled i predviđanje nivoa referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

Valuta	Referentna kamatna stopa	Na dan	Poslednja promena	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Predviđanje
		28.12.2007				
EUR	"Refinance Rate"	4,00%	+25bp	6.6.'07	10.01.'08	bez promene
CHF	"LIBOR Target Rate"	2,75%	+25bp	13.9.'07	13.03.'08	+25bp
JPY	"Target Rate"	0,50%	+25bp	21.2.'07	22.01.'08	bez promene
GBP	"Repo Rate"	5,50%	-25bp	6.12.'07	10.01.'08	bez promene
USD	"FED Funds Target Rate"	4,25%	-25bp	11.12.'07	30.01.'08	-25bp

Kretanja na svetskom finansijskom tržištu ukazuju i dalje da je avgustovska kriza hipotekarnih "subprime" kredita u SAD bila samo "okidač", a ne i uzrok velikih problema sa likvidnošću. U početku se nije računalo na činjenicu da su najveće svetske banke duboko "zaglibile" u taj segment finansijskog tržišta. Nekoliko meseci kasnije gotovo sve značajnije investicione banke najavile su gubitke, proizašle iz ulaganja u vrednosne papire u vezi sa hipotekarnim "subprime" kreditima. U trenutku kada su cene energenata na istorijskom maksimumu, na scenu su stupile centralne banke država G7 kojima nisu potrebni ovakvi dodatni problemi pored krize likvidnosti na finansijskom tržištu. FED, ECB, SNB, BoE i centralna banka Kanade poslale su signal učesnicima na finansijskom tržištu da su upoznate sa problemima likvidnosti s kojima su suočene banke, uz rešenost da deluju u tom pravcu. Gotovo je sigurno da će se 2008. godine ekonomski rast svetske ekonomije usporiti, prvenstveno zbog usporavanja privredne aktivnosti SAD. Međunarodni monetarni fond je za 2008. godinu smanjio svoje prvobitne procene rasta, sa 5,2% na 4,8%. Ekonomisti su duže vreme upozoravali na činjenicu da jeftini krediti u SAD sve više naduvavaju kreditni balon, koji je na kraju i "pukao", uz izazivanje opšte krize likvidnosti. U međuvremenu se pojavio problem da su banke postale restriktivnije u pogledu odobravanja kredita, jer samo prvoklasni dužnici uspevaju da dobiju tražene kredite. Zbog toga najviše "pate" nešto lošiji dužnici, a uvedene kreditne restrikcije značajno utiču na usporavanje ekonomskog rasta. Procenjuje se da su banke do sada zbog krize na finansijskom tržištu otpisale preko 50 milijardi dolara imovine, a analitičari procenjuju da to još nije kraj, odnosno da je još dosta milijardi dolara na putu za otpis. To ostavlja manje novca kompanijama (koje žele da ulažu u proizvodnju), ali i potrošačima (koji žele, recimo, da renoviraju svoje kuće i stanove). Zbog toga su vodeće centralne banke nedavno reagovala, s nadom da će vratiti poljuljano poverenje između zajmodavaca i zajmoprimalaca. Analitičari napominju da problem nije u visokim nivoima kamata, već da je problem u nepoverenju poslovnih banaka. Tokom ovog izveštajnog perioda na sastanku BoJ-a, održanom 19. decembra, jednoglasnom odlukom kamatna stopa je zadržana na 0,50%, čime je učvršćeno stanovište da se ni u skorijoj budućnosti nivo referentne kamatne stope na jen neće povećavati.

Kurs EUR/USD tokom izveštajnog perioda



Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem

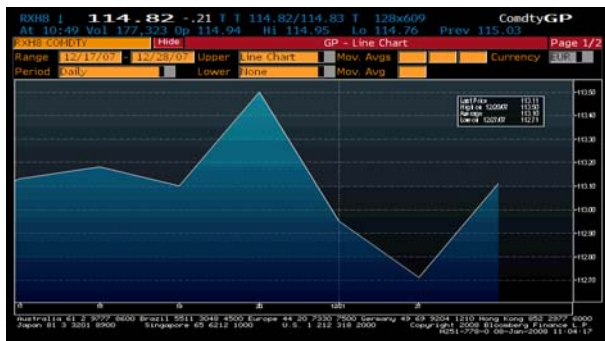
Početkom ovog izveštajnog perioda dolar je značajno ojačao u odnosu na evro, jer je skok inflacije potrošačkih cena u SAD, na dvogodišnji maksimum, podstakao tržišne učesnike da u manjoj meri očekuju dalje smanjenje nivoa referentne kamatne stope FED-a. Do sredine prve nedelje kurs EUR/USD bio je u blagom porastu, da bi nakon toga ponovo počeo da slabi, kako je dolar nastavio da jača. Razlog ovakvog kretanja američke valute bio je izlazak tržišnih učesnika iz "short" pozicije kada je u pitanju ovaj valutni par. S druge strane, kurs je pao i usled slabljenja evra, nakon objavljivanja da se IFO indeks poslovne klime nalazi na dvogodišnjem minimumu. Tek krajem ovog izveštajnog perioda kurs EUR/USD je počeo značajnije da jača, kako su investitori počeli da zatvaraju pozicije u dolarima, nakon što su ostvarili profit po osnovu prethodnog skoka američke valute u odnosu na evro na dvomesečni maksimum. U ovom posmatranom periodu kurs EUR/USD kretao se u rasponu od 1,4330 (*minimalna vrednost ostvarena tokom ovog izveštajnog perioda, na zatvaranju 20. decembra*) do 1,4724 (*maksimalna vrednost ostvarena 28. decembra, na zatvaranju*) dolara za evro.

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" informacioni sistem

Američke državne obveznice

Početak izveštajnog perioda obeležio je rast cena desetogodišnjih američkih državnih obveznica, nakon što je na tržištima akcija u Aziji i Evropi zabeležen pad indeksa akcija. S tim u vezi, pali su prinosi sa najviših stopa u poslednjih mesec dana, na šta su uticale i špekulacije da FED ipak neće uspeti da povрати poverenje u finansijski sistem SAD, nakon širenja gubitaka u pojedinim segmentima finansijskog tržišta. Rast tražnje za američkim državnim obveznicama podržan je i objavom podatka o neto prilivu inostranog kapitala ("Net Long-Term TIC Flows") za oktobar, koji je dostigao nivo od oko 114 milijardi dolara, što je bilo znatno više od očekivanja analitičara (50 milijardi dolara). Objavljeni podaci sa tržišta nekretnina SAD ("Housing Starts" i "Building Permits"), ponovno su bili nepovoljni po opšta ekonomska kretanja, tako da i dalje podstiču pitanja kada će se sve to jasnije odraziti na ekonomski rast. S druge strane se i dalje beleže povoljna kretanja u oblasti lične potrošnje, kao i na tržištu rada, ali će usporavanje građevinskih radova ipak morati da se oseti mnogo jače. Zbog toga su prinosi na dugoročnije američke državne obveznice pali, bez obzira na to što su smanjena očekivanja po pitanju daljeg obaranja referentne kamatne stope FED-a. Vesti sa američkog tržišta (*o problemima pojedinih velikih američkih banaka, kao i novi pokazatelji slabosti tržišta nekretnina*) nastavile su i dalje da utiču na pad prinosa (za gotovo 10 bazičnih poena, 19. decembra). Špekulacije da će izveštaj o nekretninama ukazati na obeshrabrujući uticaj ovog tržišta na ekonomsku ekspanziju SAD u 2008. godini, uticale su sredinom prve nedelje na povećanje tražnje za državnim hartijama, tako da su cene

američkih obveznica bile blizu petogodišnjeg maksimuma. U međuvremenu su i investitori postali veoma skeptični prema nivou stopa prinosa, s obzirom na poslednje ublažavanje očekivanja intenziteta smanjenja nivoa kamatnih stopa i poprilično agresivne komentare nekih predstavnika FED-a prema inflatornim pritiscima. Od 20. decembra usledio je blagi rast stopa prinosa, uz dalje postojanje visokog nivoa rizika koji su dolazili sa finansijskog tržišta, usled prvih iznenađenja po pitanju objavljenih gubitaka velikih američkih banaka. Poslednjeg dana prve nedelje usledio je pad cena na američkom tržištu državnih obveznica, u susret Vladinom izveštaju za koji su ekonomisti predviđali da će pokazati ubrzani rast stope inflacije i lične potrošnje u novembru. Smanjenje pritisa na globalnom finansijskom tržištu, krajem prve nedelje izveštajnog perioda, značajno je uticalo na dalji rast stopa prinosa na američke državne obveznice. Centralne banke olakšale su uslove na tržištu, plasmanima dodatne likvidnosti. To je doprinelo povraćaju dela ulaganja u rizičnije instrumente, a sa druge strane smanjilo je tražnju za državnim obveznicama. Istovremeno, osim inflatornih pritisa (*"PCE Deflator"*, 3,6% za novembar na godišnjem nivou u odnosu na prethodnih 3%), izašli su i podaci o, za ekonomiju povoljnom, ponašanju potrošača u SAD (*"Personal Spending"*, 1,1% za novembar od prethodnih 0,4%). Maloprodaja i potrošnja stanovništva zabeležile su snažan rast tokom novembra, bez obzira na nepovoljna kretanja na tržištu nekretnina i na finansijskom tržištu. Lična potrošnja u SAD podržava domaću ekonomiju i velike svetske izvoznike (*azijske zemlje i evrozona uveliko zavise od inostrane tražnje*). Trgovina obveznicama je, u uslovima pretprazničnog raspoloženja, bila znatno skromnija, na šta su, između ostalog, uticali sledeći faktori: kraće radno vreme, neradni dani za pojedine firme, kao i odsustvo objavljivanja bitnijih ekonomskih indikatora. Pred kraj izveštajnog perioda usledio je rast tražnje za američkim državnim obveznicama zbog naznaka nepovoljnih objava u SAD. Očekivanja tržišta da bi objava od 27. decembra u SAD mogla ukazati na najviši pad poverenja potrošača u poslednje dve godine, značajno je podstakla tražnju za obveznicama. Istovremeno, očekivao se i nastavak nepovoljnih kretanja na američkom tržištu nekretnina (*što se i potvrdilo po objavljivanju podatka o padu broja prodaje novih stambenih objekata "New Home Sales"*, 647.000 za novembar, od očekivanih 717.000), što bi moglo stvoriti dodatne pritiske na FED da nastavi sa smanjenjem nivoa referentne kamatne stope. Tako su cene državnih obveznica na američkom tržištu beležile rast, a na rast tražnje za relativno sigurnim oblikom ulaganja uticaj su imali i sledeći faktori: (a) pad Nikkei indeksa akcija, (b) određene naznake da će finansijske institucije u SAD biti prisiljene na otpis novih gubitaka, prouzrokovanih poslednjom krizom na tržištu hipotekarnih kredita, kao i (c) očekivanja analitičara o vidljivijem usporavanju privredne aktivnosti SAD, što značajno podstiče interesovanje investitora za ulaganjem u obveznice.

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

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Neto priliv inostranog kapitala, u mlrd USD (Net Long-term TIC Flows) 17/12/2007	Okt.	50,0	114,0	15,4
Započeta izgradnja stambenih objekata, u 000 (Housing Starts) 18/12/2007	Nov.	1.176	1.187	1.232
Broj prijava nezaposlenih koji prvi put konkurišu za posao, u 000 (Initial Jobless Claims) 20/12/2007	15.Dec.	335	346	334
Prodaja novih stambenih objekata, u 000 (New Home Sales, in 000) 28/12/2007	Nov.	717	647	711

Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem

Evropske državne obveznice

Na tržištu evropskih državnih obveznica tokom ove sedmice stanje je bilo izrazito nestabilno. Naime, na rast cena uticala je povećana tražnja za sigurnijom aktivom, uzrokovana gubicima na tržištima akcija, objava industrijskog istraživanja o rastu uslužnog i proizvodnog sektora evrozone po najslabijoj stopi u poslednje dve godine, ali i pad, veći od očekivanja, poverenja među nemačkim investitorima, koji je pokrenuo špekulacije o smanjenju nivoa kamatne

stopa ECB-a. Povećanje cena evropskih državnih obveznica, početkom izveštajnog perioda, bilo je podstaknuto i poslednjom objavom PMI indeksa evrozone za decembar (*"PMI Manufacturing"*, 52,5 od prethodnih 52,8), koji je potkrepio špekulacije o usporavanju ekonomske aktivnosti u evrozoni. Šesti mesec za redom, posmatrani indeks je zabeležio pad, pa je i kompozitni PMI indeks (*"PMI Composite"*, 53,3 od prethodnih 54,1) pao i ispod dugoročnog proseka, ukazujući da bi rast BDP-a u poslednjem tromesečju 2007. godine mogao biti usporen. U utorak, 18. decembra, objavljen je dobar podatak (*"Euro-Zone Trade Balance, sa"*) o robnoj razmeni evrozone sa inostranstvom (u iznosu od 4 milijarde evra za oktobar, od očekivanih 3). ECB je tokom prve nedelje snažno intervenisala na tržištu, plasirajući dodatnu likvidnost (350 milijardi evra), smanjujući time nesigurnost tržišta, barem u kratkom roku, što je zadržalo nivo evropskih prinosa oko višemesečnog maksimuma. Međutim, na tržištu još uvek ima skeptičnih investitora po pitanju uspešnosti takvih poteza. Najznačajniji ekonomski indikatori evrozone, objavljeni tokom prve nedelje, bili su: proizvođačke cene u Nemačkoj (*"Producer Prices"*, 0,8% od prethodnih 0,4% za novembar, na mesečnom nivou), IFO indeks poslovne klime u Nemačkoj (*"IFO-Business Climate"*, 103,0 od prethodnih 104,2) i porudžbine fabrika u evrozoni (*"Industrial New Orders"*, 10,9% od očekivanih 6,5% za oktobar). U evrozoni su i dalje prisutni snažni inflatorni pritisci, kao veliki rizik koji prinosima na evropske državne obveznice oduzima prostor za dalji pad. Mogućnost usporavanja privrednog rasta i poteškoće s likvidnošću tržišta (iako za sad malo povoljnije, nakon poslednjeg poteza ECB-a) postavljaju pitanje kako će se ECB postaviti u budućnosti. Od polovine prve nedelje usledio je pomak stopa prinosa evropskih državnih obveznica naviše, uz rizike koji su bili u vezi sa likvidnosnim problemima velikih američkih banaka. Značajniji rast prinosa, sredinom prve nedelje, ubrzo je prekinut, tako da su cene dvogodišnjih evropskih državnih obveznica zabeležile najveći dnevni rast u poslednjih mesec dana. Međutim, nakon što je objavljeno da je Kina povećala kamatnu stopu šesti put ove godine u cilju obuzdavanja inflacije, cene evropskih državnih obveznica zabeležile su pad. U evrozoni je nastavljena rasprava predstavnika centralnih banaka, koja upozorava na rizik jače inflacije (koju može podstaći plasman dodatne likvidnosti na novčana tržišta, zbog niske likvidnosti tržišta uoči božićnih praznika), što ne ostavlja puno prostora za niže nivoe stopa prinosa na evropske državne obveznice. Početak druge nedelje izveštajnog perioda obeležio je smanjeni obim trgovanja zbog božićnih praznika. Tek je krajem izveštajnog perioda na ukupnom globalnom tržištu usledila nešto izraženija tražnja investitora za obveznicama, što je rezultiralo povećanjem cena, odnosno padom prinosa evropskih državnih obveznica. U prilog tome išao je i pad zabeležen na tržištima akcija u Aziji, kao i očekivanja analitičara o nastavku negativnog trenda na tržištu nekretnina u SAD. Određene naznake da će finansijske institucije u SAD biti prisiljene na otpis novih gubitaka (prouzrokovanih poslednjom krizom na tržištu hipotekarnih kredita) povoljno su uticale na povećanje tražnje za evropskim državnim obveznicama, tako da je poslednjeg dana izveštajnog perioda zabeležen pad stopa prinosa na desetogodišnje nemačke državne obveznice (*"Bunds"*).

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

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
PMI indeks proizvodnje evrozone (EC: PMI Manufacturing) 17/12/2007	Dec.	52,3	52,5	52,8
IFO indeks poslovne klime u Nemačkoj, M/M (GE: IFO-Business Climate) 19/12/07	Dec.	103,8%	103,0%	104,2%
Porudžbine fabrika u evrozoni, M/M (EC: Industrial New Orders SA, MoM) 21/12/2007	Okt.	2,0%	2,5%	-1,0%
Cene na malo u Nemačkoj, M/M (GE: Consumer Price Index, MoM) 28/12/2007	Okt.	0,8%	0,5%	0,5%

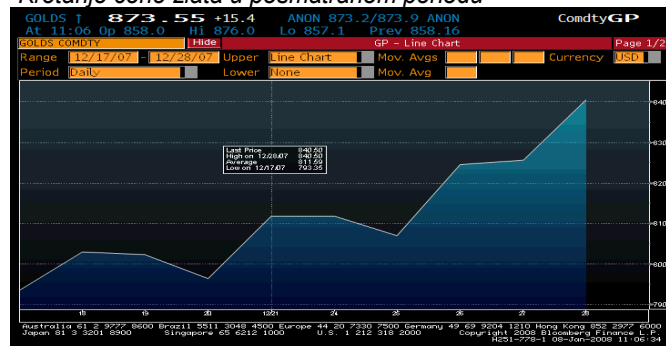
Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem

Zlato: 793,35–840,50 (US\$/OZ)

Oporavak dolara i dostizanje dvomesečnog maksimuma ove valute u odnosu na evro, početkom izveštajnog perioda, dovelo je do pada cene zlata na dvonedeljni minimum, ali su ubrzo špekulacije o potencijalnom ubrzanju rasta cena merkantilne robe povećale očekivanja da će doći do rasta tražnje za plemenitim metalima i uzrokovale prekid silaznog trenda cene zlata. Aktuelne špekulacije da će kriza na globalnom tržištu kredita podstaći FED da dalje smanjuje kamatnu stopu, dovele su do rasta cene zlata na nivo od preko 800 dolara za finu uncu. Cena zlata je na putu je da zabeleži najveći godišnji rast (*još od 1979. godine*), s obzirom na to da su pad dolara na rekordni minimum u odnosu na evro i više cene sirove nafte uzrokovale rast tražnje za ovim plemenitim metalom kao sredstvom zaštite od inflacije.

	Zaključene cene zlata (US\$/Oz) u periodu:			
	17–21.12.'07		24–28.12.'07	
ponedeljak	793,35	min	811,80	
utorak	802,88		807,00	min
sreda	802,19		824,50	
četvrtak	796,38		825,58	
petak	811,72	max	840,50	max

Kretanje cene zlata u posmatranom periodu



Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem

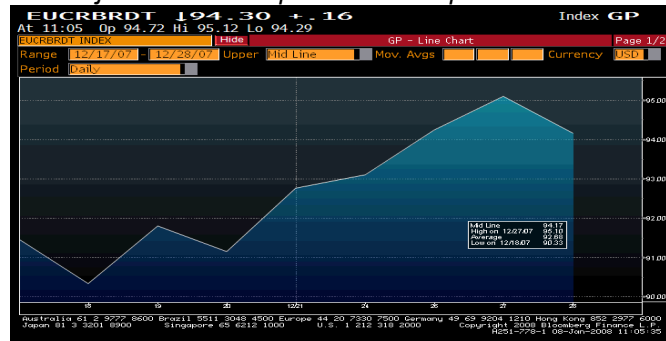
Tokom posmatranog perioda minimalna cena zlata od 793,35 dolara po finoj unci realizovana je 17. decembra, dok je maksimalna cena zlata (840,50 na zatvaranju) realizovana 28. decembra.

Nafta: 90,33–95,10 (US\$/Barrel–Brent Crude Oil)

Nakon što je početkom izveštajnog perioda cena sirove nafte slabila, zbog zabrinutosti da bi ubrzavanje inflacije i gubici vezani za kreditna tržišta mogli dovesti do usporavanja ekonomskog rasta SAD i smanjenja tražnje za naftom, ubrzo je došlo do njenog rasta. Ipak to nije dugo potrajalo, pa je cena nafte u utorak, 18. decembra, pala na dvonedeljni minimum. Međutim, špekulacije da su zalihe goriva u SAD u padu dovele su, sredinom prve nedelje, do rasta cene nafte, koji je nastavljen nakon što je objavljen izveštaj Vlade SAD o stanju zaliha energenata potvrdio prethodne špekulacije. Pred kraj prve nedelje, usled umerenih temperatura tokom ove zime u SAD, kao i usled sporijeg ekonomskog rasta koji bi mogao smanjiti tražnju za energentima, cena sirove nafte slabi, da bi na samom kraju prve sedmice došlo do još jednog preokreta, jer cena počinje da raste. Rastući trend cene sirove nafte zadržan je do pretposlednjeg dana ovog izveštajnog perioda.

	Zaključene cene nafte (US\$ /Barrel) u periodu:			
	17–21.12.'07		24–28.12.'07	
ponedeljak	91,46		93,10	min
utorak	90,33	min	-	
sreda	91,80		94,24	
četvrtak	91,15		95,10	max
petak	92,76	max	94,17	

Kretanje cene nafte u posmatranom periodu



Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem

Tokom ovog izveštajnog perioda minimalna cena nafte (90,33) realizovana je 18. decembra, dok je maksimalna cena (*na zatvaranju*) od 95,10 dolara po barelu sirove nafte zaključena 27. decembra.