

Pregled dešavanja na svetskom finansijskom tržištu u periodu od 16. juna do 4. jula 2008. godine

Kada bi centralne banke gledale svoju jačinu kroz vrednost valute kojom upravljaju, ECB bi bila na samom vrhu. Euro je u drugoj polovini aprila dostigao istorijski maksimum u odnosu na dolar ($1 \text{ EUR} = 1,60 \text{ USD}$), a danas se trguje nešto ispod tog maksimuma. Ove godine ECB slavi desetgodišnjicu postojanja i slobodno se može reći da je u tom periodu bila vrlo uspešna. Da li će ECB uspeti da ponovi taj uspeh i u narednoj deceniji? Jedna od opasnosti je inflacija, posebno u Portugaliji, Španiji, Grčkoj i Italiji, jer su ekonomije ovih država u velikim problemima i pitanje je kako će se iz njih „bezbolno“ izvući. Privredni rast Portugalije je krajem devedesetih bio izuzetno brz zahvaljujući niskim troškovima zaduživanja. Stopa nezaposlenosti je pala (na 3,8%), ali se ekonomija ubrzo pregrejala što je izazvalo snažne inflatorne pritiske. Velika potrošnja, prvenstveno uvozne robe, negativno se reflektovala na platni bilans. Sada deficit platnog bilansa iznosi 8% bruto društvenog proizvoda (BDP), dok je stopa nezaposlenosti 7,6%. BDP je u poslednja tri kvartala dva puta zabeležio pad. Španija i Grčka su sada suočene sa gotovo identičnim problemima kao i Portugalija. Deficit platnog bilansa Španije iznosi gotovo 10% BDP-a, dok je deficit Grčke na oko 12% BDP-a. Italija je takođe u sličnim problemima. Skupa radna snaga i niska konkurentnost su veliki problem koji se nekada rešavao devalvacijom lire, koja na žalost većine Italijana danas više nije moguća. Nemačka je prilikom ujedinjenja izgubila na svojoj efikasnosti i konkurentnosti. Za izlaz iz krize, Nemačka je izabrala nešto teži i bolniji put, koji se sad pokazao izuzetno dobrim. Rast plata je bio ograničen na stopu koja je niža od stope inflacije, tako da je povećana produktivnost rada. Nemačka je iz deficita platnog bilansa od 2% BDP-a danas došla do suficita od 6% BDP-a. Francuskoj, Španiji i Italiji je najlakše da za sve krive ECB i snažan euro, što učestalo i čine. Politika jedinstvene kamatne stope za sve cena je koju svaka država u monetarnoj uniji mora da plati. Predstavnici ECB-a govore da su regionalni pritisci izuzetno veliki, ali da ova institucija i dalje mora ostati nezavisna. Analitičari se slažu da bi, primera radi, Portugaliju, Španiju i Grčku, da su ostale izvan evrozone sa svojim starim valutama, znatno više pogodila kreditna kriza. Inflacija u evrozoni je u poslednjih deset godina bila češće iznad (nego ispod) 2% od ciljne vrednosti ECB-a. S tim u vezi, Predsednik ECB je nedavno izrazio svoje zadovoljstvo jer je prosečna vrednost za poslednju deceniju iznosila 2,1%, ali i dalje postoji opreznost ECB po pitanju očekivanja povećanja inflatornih pritisaka u bliskoj budućnosti zbog povećanja cena nafte i hrane. S druge strane Atlantika, ministar finansija SAD, Paulson, je izjavio da u borbi protiv inflatornih pritisaka nije isključena ni devizna intervencija, koja bi išla u smeru jačanja američkog dolara. Pored Ministarstva finansija SAD, inflacija je primarna tema razgovora vodećih ljudi FED-a, zbog koje je pitanje sporijeg privrednog rasta palo u drugi plan. Zbog očekivanja rasta kamatne stope dolar bi i u narednom periodu mogao imati jaču podršku investitora. Američki dolar je ojačao nakon objave podataka o prometu u maloprodaji. Promet je tokom maja povećan za 1%, više nego što su to analitičari predviđali, dok je za mart revidirani promet u maloprodaji povećan s prvobitnih 0,2% na 0,5%. Drugi podatak, koji je pojačao očekivanja da bi američki FED mogao ove godine podići kamate na dolar, bio je indeks potrošačkih cena. Potrošačke cene su tokom maja povećane na mesečnom nivou za 0,6%, dok na godišnjem nivou rast potrošačkih cena iznosi 4,2% (*Analitičari su predviđali mesečni rast cena od 0,5%, odnosno godišnji porast cena od 3,9%. Kada se izuzmu volatilne cene energenata i hrane, tada rast indeksa iznosi 0,2% mesečno, odnosno 2,3% godišnje. U odnosu na protekli mesec, cene energenata su porasle za 4,4%, a hrane za 0,3%.*). Nedavna anketa, sprovedena od strane „Reuters“-a, pokazala je da većina analitičara očekuje jačanje vrednosti američkog dolara (*ispod 1,50 za euro*). Manji broj analitičara smatra da će američki dolar nastaviti sa slabljenjem tokom ove godine. Razlog tome vide u velikom deficitu SAD koji se može smanjiti jedino postepenim slabljenjem dolara. Američki potrošači su do sada bili glavni pokretač američke ekonomije, ali su i oni sada potreseni kreditnom krizom nastalom zbog problema s hipotekarnim zajmovima. Danas, sve veća tražnja dolazi iz brzorastućih ekonomija Kine, Brazila, Indije, a jedina šansa da američki

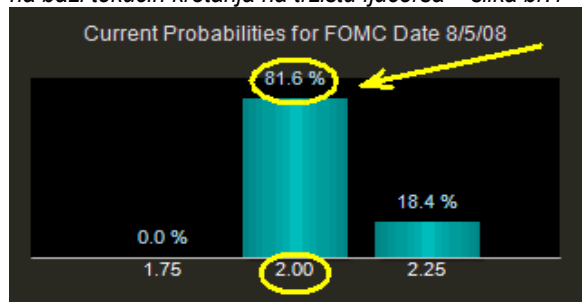
proizvodi dođu tamo je, prema mišljenju analitičara, slabiji dolar. S druge strane, rastuće cene energenata i hrane, u kombinaciji sa slabijim dolarom, uzrokovale bi sve veću inflaciju i rast kamatnih stopa. Cene uvezene robe su na godišnjem nivou u SAD više za 18%. Analitičari se slažu u jednome, a to je da je uloga FED-a u ovoj situaciji vrlo delikatna.

Pregled i predviđanje nivoa referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

Valuta	Referentna kamatna stopa	Na dan	Poslednja promena	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Predviđanje
		4.7.2008				
EUR	"Refinance Rate"	4,25%	+25bp	3.7.'08	7.8.'08	bez promene
CHF	"LIBOR Target Rate"	2,75%	+25bp	13.9.'07	18.9.'08	bez promene
CAD	"Target Overnight Rate"	3,00%	-50bp	22.4.'08	15.7.'08	bez promene
JPY	"Target Rate"	0,50%	+25bp	21.2.'07	15.7.'08	bez promene
GBP	"Repo Rate"	5,00%	-25bp	10.4.'08	10.7.'08	-25bp
USD	"FED Funds Target Rate"	2,00%	-25bp	30.4.'08	5.8.'08	bez promene

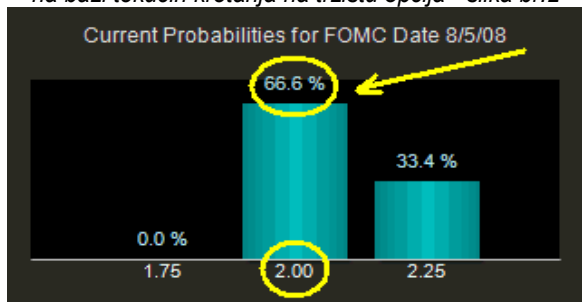
Na dvodnevnom sastanku FOMC-a, okončanom u sredu, 25. juna, doneta je odluka da se kamatna stopa na dolar zadrži na nivou od 2%. U svakom slučaju, u uslovima nastavka trenda rasta cena sirove nafte i hrane, naglašeno je da i dalje ostaje visoka nesigurnost na finansijskom tržištu SAD, usled pojačanih inflatornih očekivanja. Tržište fjučersa, na sednici FOMC-a zakazanoj za 5. avgust, s verovatnoćom od 81,6% (66,6% tržište opcija) očekuje zadržavanje postojećeg nivoa referentne kamatne stope na dolar od 2% (Slike 1 i 2). Međutim, posle nekoliko meseci, prvi put se na tržištu opcija povećao i procenat verovatnoće promene nivoa referentne kamate na dolar, naviše (na 33,4%). Povećanje bi iznosilo 25 bazičnih poena (sa 2% na 2,25%), na prvom narednom sastanku FOMC-a u avgustu.

Očekivanje smanjenja nivoa "FED Funds Target Rate" na bazi tekućih kretanja na tržištu fjučersa – slika br.1

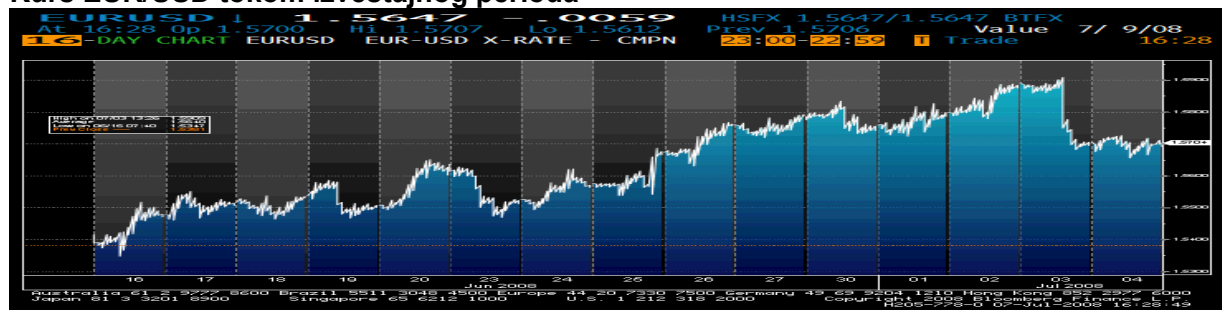


Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem

Očekivanje smanjenja nivoa "FED Funds Target Rate" na bazi tekućih kretanja na tržištu opcija - slika br.2



Kurs EUR/USD tokom izveštajnog perioda



Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem

Kako na sastanku grupe G8, početkom ovog izveštajnog perioda, nije bilo osvrta na slabljenje dolara, kurs EUR/USD je bio u porastu. Dodatni rast kursa usledio je nakon objavljivanja podatka da je stopa inflacije u evrozoni u maju iznosila rekordnih 3,7% na godišnjem nivou. U susret izveštaju

Vlade SAD, kurs se kolebao, da bi ubrzo zabeležio još jedan skok. Naime, objavljeno je da je stopa inflacije u SAD zabeležila rast, dok su industrijska proizvodnja i broj novoizgrađenih jedinica pali, što je uzrokovalo dalje slabljenje dolara u odnosu na evro. Značajniji oporavak dolara zabeležen je u četvrtak 19. juna i to usled pada cene sirove nafte. Međutim, ubrzo je američka valuta nastavila da slabi u odnosu na evro, a kurs EUR/USD da raste, zadržavajući pozitivan trend sve do kraja prve nedelje ovog izveštajnog perioda. Uzrok nastavka pada dolara bile su najave dodatnih loših izveštaja o kretanjima u američkoj ekonomiji. Kurs evra podržan je očekivanjima da će na sastanku ECB u julu doći do povećanja kamatne stope, u uslovima rekordne stope inflacije evrozona. Početkom druge nedelje kurs EUR/USD je slabio, jer su se na vrednost evra negativno odrazili i podaci o padu indeksa poslovnog poverenja u Nemačkoj (*na najnižem nivou od decembra 2005. godine*), kao i o slabljenju proizvodnog i uslužnog sektora u čitavoj evrozoni, da bi ga nakon toga, pa do kraja te nedelje, karakterisao uzlazni trend. Inicijalni uzrok jačanja kursa bio je pad poverenja potrošača u SAD na šesnaestogodišnji minimum i najveći pad cena nekretnosti u aprilu od 2001. godine. Ovi podaci su pokrenuli sumnje oko mogućeg povećanja kamatne stope FED-a do kraja tekuće godine, dok se uveliko očekivalo da se na dvodnevnom sastanku, koji je okončan 25. juna, zadrži postojeći nivo referentne kamatne stope. Na sastanku FED-a se upravo to i desilo, uz istovremene zaključke u kojima je signalizirano da povećanje kamatne stope nije neminovno da bi se suzbili inflatorni pritisci. Dolar je dodatno bio pogođen povećanjem očekivanja da će ECB povećati kamatnu stopu i zabrinutošću oko novih otpisa u američkim finansijskim institucijama, vezanim za krizu na kreditnim tržištima (*s obzirom da su se očekivali mnogo bolji rezultati ovih kompanija za drugi kvartal*). Sve je veći broj tržišnih učesnika koji očekuju da će do kraja tekuće godine uslediti minimum još po jedno povećanje nivoa referentnih kamatnih stopa na evro i dolar (*pojedinačno, za po 25 bazičnih poena*) od strane ECB i FED-a. U ovom posmatranom periodu kurs EUR/USD kretao se u rasponu od 1,5477 (*minimalna vrednost ostvarena 16. juna, na zatvaranju*) do 1,5882 (*maksimalna vrednost ostvarena tokom ovog izveštajnog perioda, na zatvaranju 2. jula*) dolara za evro.

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

Cene američkih državnih obveznica su tokom prve nedelje ovog izveštajnog perioda rasle, što je uzrokovano očekivanjem slabijih američkih ekonomskih podataka. Naime, analitičari su predviđali da će izveštaji pokazati da je obim novogradnje oslabio u maju (*što se pokazalo tačnim*) i to bi bio znak da slabljenje na tržištu nekretnosti i dalje ograničava američku ekonomiju. Usled znakova usporavanja ekonomskog rasta SAD, tržišni učesnici su smanjili očekivanja da će FED povećati kamatnu stopu, što je uzrokovalo uzlazni trend cena na tržištu američkih državnih obveznica do kraja prve izveštajne sedmice. Cene američkih državnih obveznica do utorka popodne, 24. juna, nisu beležile značajnije promene, ali je nakon toga došlo do njihovog značajnog rasta. Uzrok skoka cena ovih hartija od vrednosti bilo je objavljivanje izveštaja o poverenju potrošača, koje je u junu

palo na šesnaestogodišnji minimum, i to usled visoke inflacije. Špekulacije da će FED na svom zasjedanju istaći da je inflatorni rizik znatno veći problem od usporenog rasta za ekonomiju SAD, uzrokovale su pad cena sredinom druge nedelje. Međutim, po okončanju sastanka FED-a, cene američkih državnih obveznica su nastavile da rastu, zadržavajući pozitivan trend do kraja druge sedmice. Naime, iako je rastuća inflacija ozbiljan problem (zbog povećanja cena hrane i goriva, smanjenja obima prodaje u automobilske industriji SAD, problema na tržištu nekretnina i povećanja stope nezaposlenosti u izbornoj godini), očekivanja da će se gubici na tržištu kredita povećavati imaju veliki uticaj na odluke FED-a oko daljeg kretanja kamatne stope. Poslednje nedelje posmatranog perioda (u odnosu na prvu) prinos na dvogodišnje američke državne obveznice smanjen je za 33 bazična poena (na 2,54%), dok je prinos na desetogodišnje američke državne obveznice smanjen za 16 bazičnih poena, na 3,98%.

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

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Industrijska proizvodnja (Industrial Production) 17/6/2008	maj	0,1%	-0,2%	-0,7%
Poverenja potrošača (Consumer Confidence) 24/6/2008	jun	56,0	50,4	58,1
Odluka FOMC-a o referentnoj kamatnoj stopi (FOMC Rate Decision) 25/6/2008	25.jun	2,00%	2,00%	2,00%
Stopa nezaposlenosti (Unemployment Rate) 3/7/2008	jun	5,4%	5,5%	5,5%

Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem

Evropske državne obveznice

Tokom većeg dela prve nedelje ovog izveštajnog perioda cene evropskih državnih obveznica je pratio blago uzlazni trend. Pad poverenja investitora u Nemačkoj u junu, na petnaestogodišnji minimum, usled rasta stope inflacije i špekulacija da će povećanje kamatne stope ECB usporiti ekonomski rast, glavni su uzročnici njihovog povećanja. Pred kraj prve nedelje vest da je maloprodaja u V.Britaniji u maju povećana, mnogo više od očekivanja, dovela je do pada cena obveznica i značajnog rasta prinosa (*prinos na desetogodišnje nemačke državne obveznice dostigao je gotovo godišnji maksimum*). Ipak, poslednjeg dana prve nedelje, usled objave izveštaja po kojem će ekonomski rast Francuske u 2008. godini iznositi 1,6% (*najslabiji rezultat u poslednjih 5 godina*), došlo je do rasta cena desetogodišnjih nemačkih državnih obveznica. Cene evropskih državnih obveznica su se skoro do kraja druge nedelje posmatranog perioda konstantno kobile. One su padale usled špekulacija da će ECB na narednom sastanku, zakazanom za 3. jul, povećati kamatnu stopu sa 4% na 4,25%, kako bi ograničila inflatorne pritiske. U određenim trenucima rast cena evropskih državnih obveznica podsticali su i povremeni padovi na tržištima akcija. Međutim, cene akcija su se takođe dosta kobile, tako da su i tražnja i cene evropskih državnih obveznica oscilirale, ali suprotno cenama akcija. Najznačajniji skok cena ovih obveznica zabeležen je u četvrtak 26. juna, usled predviđanja investitora da FED neće povećavati referentnu kamatnu stopu na dolar, sve dok se ne pojave „ozbiljni“ znakovi ubrzanog rasta stope inflacije u SAD. Krajem poslednje nedelje posmatranog perioda prinosi na petogodišnje („German Bobs“) i desetogodišnje („German Bunds“) nemačke državne obveznice iznosili su 4,49% (4,66% prve nedelje) i 4,54% (4,63% prve nedelje).

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

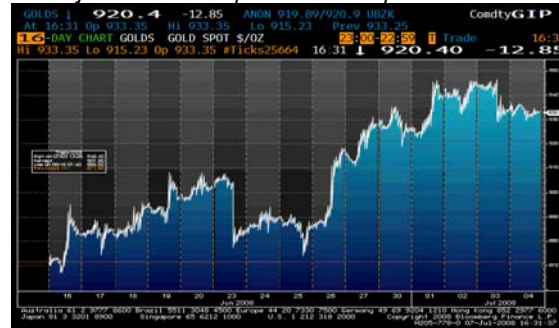
		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Indeks potrošačkih cena u evrozoni, M/M (EC: Euro-Zone CPI-Consumer Price Index, MoM) 16/6/2008	maj	3,6%	3,7%	3,6%
ZEW indeks ekonomskog poverenja u Nemačkoj (GE: ZEW Survey – Econ.Sentiment) 17/6/2008	jun	-42,5	-52,4	-41,4
IFO indeks poslovne klime u Nemačkoj (GE: IFO – Business Climate) 23/6/2008	jun	102,5	101,3	103,5
Objava referentne kamatne stope ECB (EC: ECB Announces Interest Rates) 3/7/2008	3.jul	4,25%	4,25%	4,00%

Izvor podataka: "Bloomberg" informacioni sistem

Zlato: 882,40–945,15 (US\$/OZ)

	Zaključene cene zlata (US\$/Oz) u periodu:					
	16.6–20.6.'08		23.6–27.6.'08		30.6–4.7.'08	
ponedeljak	882,40	min	883,80	min	925,40	min
utorak	882,75		889,60		939,63	
sreda	894,35		886,38		945,15	max
četvrtak	898,47		917,30		934,45	
petak	902,30	max	927,80	max	933,25	

Kretanje cene zlata u posmatranom periodu



Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem

Tokom cele prve nedelje ovog izveštajnog perioda cena zlata se kretala uzlaznim trendom, najviše usled slabljenja američkog dolara. U četvrtak, 19. juna, cena zlata je bila kolebljiva sa naznakama slabljenja kako su investitori bili oprezni u iščekivanju izveštaja o proizvodnji u Filadelfiji, pri čemu se očekivalo da će ovaj izveštaj pokazati da je proizvodnja u junu oslabila. Prethodni rast cene zlata bio je limitiran i slabljenjem cene sirove nafte, usled pristanka radnika u Nigeriji na pregovore sa korporacijom „Chevron“ nakon prethodnih pretnji štrajkom. Ubrzo je, zbog slabljenja dolara, usledilo dalje jačanje cene sirove nafte, a time i cene zlata. Početak druge nedelje ovog izveštajnog perioda obeležio je pad cene zlata, usled oporavka dolara u odnosu na evro, što je dovelo do pada tražnje za ovim plemenitim metalom kao sredstvom obezbeđenja od inflacije. Sve do okončanja dvodnevnog zasedanja FED-a cena zlata nije beležila značajnije promene. Međutim, zaključci sa zasedanja FED-a, u kojima je signalizirano da povećanje kamatne stope nije neminovno da bi se suzbili inflatorni pritisci, uzrokovali su u četvrtak, 26. juna, značajan pad dolara i skok cene zlata. Dodatno podržana rekordnom cenom sirove nafte, cena zlata beležila je rast skoro do pred kraj ovog izveštajnog perioda. Tokom posmatranog perioda minimalna cena zlata od 882,40 dolara po finoj unci realizovana je 16. juna, dok je maksimalna cena zlata (945,15 na zatvaranju) realizovana 2. jula.

Nafta: 130,89–145,66 (US\$/Barrel–Brent Crude Oil)

Početak izveštajnog perioda obeležio je rast cene sirove nafte, usled slabljenja dolara, ali i požara na naftnoj platformi u Severnom moru, koji je uzrokovao smanjenje obima proizvodnje. Međutim, ubrzo dolazi do pada cene, zbog očekivanja da će Saudijska Arabija, najveći svetski proizvođač nafte, na sastanku zakazanom za vikend (22. juna), najaviti povećanje obima proizvodnje narednog meseca, u cilju sprečavanja preteranog skoka cene nafte koji predstavlja pretnju globalnom ekonomskom rastu. Oporavak cene koji je usledio, pošto je Predsednik SAD izjavio da ne očekuje da sastanak najavljen za vikend rezultira donošenjem odluke o povećanju obima proizvodnje, bio je kratkotrajan, obzirom da su se radnici u Nigeriji složili da pregovaraju sa korporacijom „Chevron“ nakon pretnji štrajkom, pa je došlo do prekida problema vezanih za isporuke nafte iz ove zemlje. Pad cene bio je podstaknut i zabrinutošću da bi skok cena energenata u Kini mogao uzrokovati smanjenje tražnje za dizelom i drugim vrstama goriva. Krajem prve nedelje slabljenje dolara povećalo je tražnju za berzanskom robom („commodity“), pa se i cena sirove nafte oporavila. Skoro do polovine druge nedelje ovog izveštajnog perioda cena sirove nafte se kretala oko 136 dolara za barel, i to, pre svega, usled špekulacija da najavljeno povećanje proizvodnje od strane Saudijske Arabije možda neće biti dovoljno da dovede do smanjenja zabrinutosti oko snabdevanja energentima. Strah od mogućeg prekida isporuke iz Nigerije, kao i rastuće tenzije između Izraela i Irana, uticali su da se cena sirove nafte održi na visokom nivou do sredine

druge sedmice. Međutim, u sredu popodne (25. juna) cena je pala za više od 2 dolara po barelu, pošto je tražnja za energentima u SAD, usled rekordnih cena, pala na najniži nivo od januara 2007. godine. Ubrzo je cena sirove nafte ponovo počela da raste, zadržavajući pozitivan trend sve do pred kraj ovog izveštajnog perioda. Novi skok cena podstakle su najave Libije da bi ova zemlja mogla smanjiti obim proizvodnje, kao i izjava Predsednika OPEC-a da bi tokom leta cena nafte mogla dostići nivo od 170 dolara za barel. Tokom ovog izveštajnog perioda minimalna cena nafte (130,89) realizovana je 19. juna, dok je maksimalna cena (na zatvaranju) od 145,66 dolara po barelu sirove nafte zaključena 3. jula.

	Zaključene cene nafte (US\$ /Barrel-Brent) u periodu:					
	16.6–20.6.'08		23.6–27.6.'08		30.6–4.7.'08	
ponedeljak	131,91		135,79		139,30	min
utorak	131,09		136,00		139,95	
sreda	135,51	max	133,63	min	144,25	
četvrtak	130,89	min	139,26		145,66	max
petak	133,74		139,89	max	144,10	

Kretanje cene nafte u posmatranom periodu



Izvor podataka: "Bloomberg" informacijski sistem