

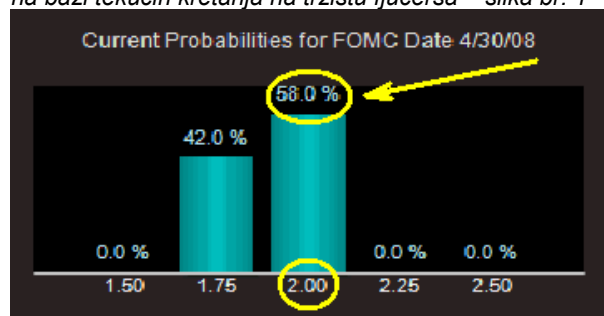
Pregled dešavanja na svetskom finansijskom tržištu u periodu od 10. do 21. marta 2008. godine

Pregled i predviđanje nivoa referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

Valu- ta	Referentna kamatna stopa	Na dan	Poslednja promena	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Predviđanje
		21.3.2008.				
EUR	"Refinance Rate"	4,00%	+25 b.p.	6.6.'07.	10.4.'08.	bez promene
CHF	"LIBOR Target Rate"	2,75%	+25 b.p.	13.9.'07.	13.6.'08.	bez promene
CAD	"Target Overnight Rate"	3,50%	-50 b.p.	4.3.'08.	22.4.'08.	-25 b.p.
JPY	"Target Rate"	0,50%	+25 b.p.	21.2.'07.	9.4.'08.	bez promene
GBP	"Repo Rate"	5,25%	-25 b.p.	7.2.'08.	10.4.'08.	bez promene
USD	"FED Funds Target Rate"	2,25%	-75 b.p.	18.3.'08.	30.4.'08.	-25 b.p.

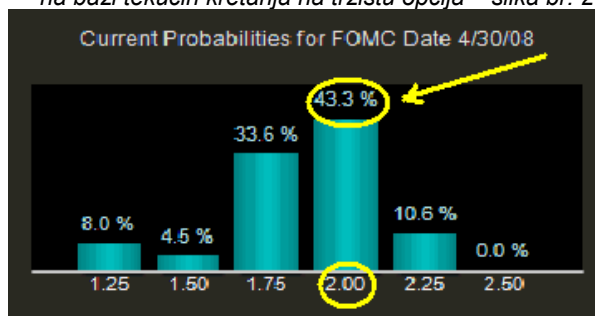
Zanimljivo je da dve najznačajnije svetske centralne banke, FED i ECB, imaju potpuno različite poglede kad je reč o privrednom rastu i inflaciji. FED-u je primaran privredni rast, a „nužno zlo“ inflacija, dok je za ECB inflacija „gorući“ problem, a privredni rast je „nekako, u drugom planu. Stoga i ne čudi što FED, da bi podstakao privredni rast u SAD, sve učestalije donosi odluke o smanjenju kamate na dolar, dok ECB postojeći nivo kamate na evro od 4% čvrsto drži kako se inflacija ne bi dodatno „rasplamsala“. Mišljenja ekonomskih analitičara prilično su podeljena oko pitanja budućih koraka ECB. Neki očekuju da će referentna kamatna stopa biti smanjena krajem juna, dok drugi veruju da će ECB nivo kamate na evro spustiti početkom oktobra. U svakom slučaju, analitičari se slažu da će ECB biti primorana da nivo kamate smanji, zbog čega će evro u drugoj polovini tekuće godine biti pod određenim pritiskom. U međuvremenu je ECB izmenila svoja očekivanja o inflaciji i realnom privrednom rastu evrozona za 2008. i 2009. godinu. Očekivana inflacija u evrozoni u 2008. kretaće se oko 2,90% (*prethodno 2,50%*), a u 2009. oko 2,10% (*prethodno 1,80%*). Očekivani realni privredni rast za 2008. iznosi oko 1,70% (*prethodno 2%*), a za 2009. godinu 1,80% (*prethodno 2,10%*). S druge strane, Amerika je, bez ikakve sumnje, pred vratima recesije. Podatak o zaposlenosti objavljen krajem prethodnog izveštajnog perioda gotovo da je uverio ekonomske analitičare da će FED nastaviti s daljim donošenjem odluka o spuštanju nivoa kamate na dolar. Prema podacima Ministarstva rada, u SAD je tokom februara posao izgubilo 63.000 ljudi (*dok je revidirani podatak za januar pokazao minus od 22.000 radnih mesta*). To je bio najslabiji podatak o zaposlenosti od marta 2003. godine. Analitičari su dodatnu negativnost pronašli u podatku da je stopa nezaposlenosti sa 4,9% pala na 4,8%, što i nema neke logike ako se zna da je broj zaposlenih u padu. Tu „nelogičnost“ analitičari objašnjavaju činjenicom da sve veći broj Amerikanaca odustaje od aktivnog traženja novog posla, zbog čega ih statistika briše iz evidencije. Podatak o padu zaposlenosti imaće vrlo negativan uticaj na celokupnu ekonomiju SAD, jer posao garantuje primanje plate, koja je u direktnoj vezi sa obimom potrošnje (*u ukupnom bruto društvenom proizvodu SAD učešće potrošnje iznosi oko 70%*). Pored toga, na potrošnju vrlo negativno deluje i pad vrednosti nekretnina, kao i rast cena hrane i energenata. FED je 18. marta nivo referentne kamatne stope smanjio za 75 bazičnih poena (b.p.), sa 3% na 2,25%. Reč je o najnižem nivou kamate na dolar još od decembra 2004. godine. Za poslednjih 26 nedelja, od kako je započeto smanjenje nivoa referentne kamatne stope na dolar, ona je smanjena za 300 b.p. Tržište fjučersa, sa verovatnoćom od oko 58%, 30. aprila očekuje smanjenje nivoa referentne kamatne stope FED-a za 25 b.p., sa 2,25% na 2%. Isti nivo smanjenja očekuje i tržište opcija, ali s nešto manjim procentom verovatnoće – 43,3% (*slike 1 i 2*).

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

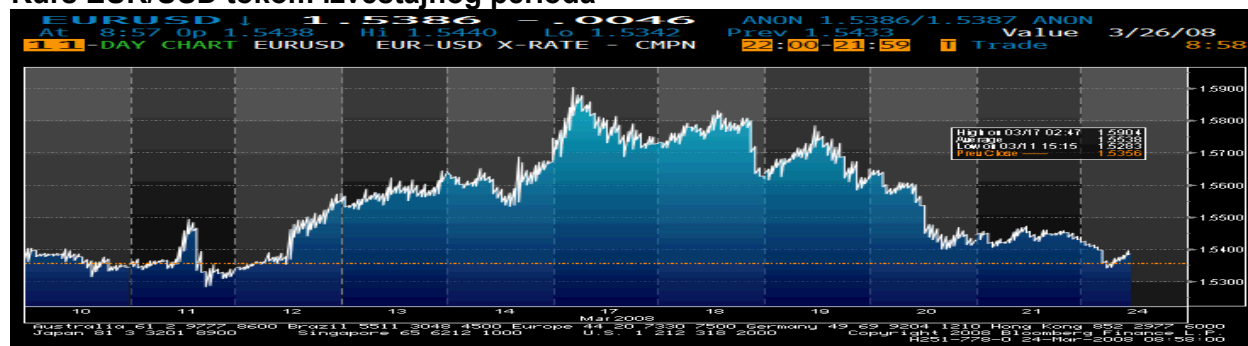


Izvor podataka: Informacioni sistem "Bloomberg".

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: Informacioni sistem "Bloomberg".

Ovaj izveštajni period za američku valutu bio je sličan najgoroj noćnoj mori, jer je panika prosto zavladała finansijskim tržištem. „Bear Stearns“, jedna od najvećih investicionih banaka, nalazi se pred bankrotom. „JP Morgan Chase“ je odlučio da „posrnulog rivala“ kupi za dva dolara po akciji (dan pre akcija „Bear Sternsa“ je vredela 30 dolara). Investitori strahuju da propast „Bear Stearnsa“ ne izazove domino efekt i ne povuče za sobom i druge investicione banke. Zlato, japanski jen, švajcarski franak i evro su u takvoj situaciji najviše na meti investitora, budući da slove za sigurno „utočište“ (kao sigurnije klase aktive za ulaganje). Najveći gubitnici u ovom trenutku su američki dolar, britanska funta i australijski dolar. Tokom ovog izveštajnog perioda FED je objavio hitne mere pomoći finansijskom sistemu SAD, smanjivši diskontnu stopu i najavivši novi program direktnog kreditiranja najvećih finansijskih institucija sa Vol Strita. Taj potez FED-a nije uspeo u željenoj meri da povрати poverenje investitora, koji su nastavili sa, bukvalno, rasprodajom američke valute. Snažan pad američkog dolara opet je otvorio temu zajedničke intervencije tri najveće (najznačajnije) centralne banke. Predsednik ECB je u nekoliko navrata napomenuo da velika promenljivost na deviznom tržištu nije poželjna. Vrlo je verovatno da će ECB ovu retoriku uskoro intenzivirati s ciljem „hlađenja“ kursa EUR/USD. Poslednji put zajednička intervencija evropske, japanske i američke centralne banke bila je u septembru 2000. godine, kada je evro u odnosu na dolar pao ispod 0,85. Tada je evro u nepune dve godine od svog uvođenja (januar 1999) pao u odnosu na dolar za 30%. Današnji trend jačanja evra prema dolaru traje još od 2001, a intenziviran je tokom prošle godine zbog krize na finansijskom tržištu SAD i snažnog smanjenja nivoa referentne kamatne stope na dolar. Prema mišljenju pojedinih analitičara, kurs od 1,60 dolara za evro je taj koji bi mogao da primora centralne banke na zajedničku intervenciju. Na tom nivou, ako se gleda prema fer kursu kupovne moći, evro bi bio gotovo 30% precenjen u odnosu na dolar. Takođe, ne treba zaboraviti cenu nafte, koja je iznad 110 dolara za barel. Snažan evro uveliko olakšava borbu ECB sa inflatornim pritiscima, izazvanim kretanjem cena energenata. U ovom posmatranom periodu kurs EUR/USD kretao se u rasponu od 1,5337 (minimalna vrednost ostvarena 10. marta, na zatvaranju)

do 1,5730 (maksimalna vrednost ostvarena tokom ovog izveštajnog perioda, na zatvaranju 17. marta) dolara za evro.

Tržište hartija od vrednosti

“US Treasury Futures” – indikacija kretanja cena desetogodišnjih američkih državnih obveznica



Izvor podataka: Informacioni sistem “Bloomberg”.

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



Američke državne obveznice

Zabrinutost u pogledu daljeg širenja negativnih efekata s tržišta kredita uzrokovala je, početkom ovog izveštajnog perioda, blagi uzlazni trend kretanja cena američkih državnih obveznica. Međutim, spekulacije da će FED uskoro uvesti nove mere s ciljem podsticanja ekonomskog rasta SAD (što bi smanjilo potrebu za drastičnim smanjenjem nivoa referentne kamatne stope) ubrzo su povukle cene američkih državnih obveznica nadole. Sredinom prve nedelje cene američkih državnih obveznica su ponovo rasle usled očekivanja da će industrijski izveštaj pokazati da je poverenje potrošača u SAD palo na šesnaestogodišnji minimum, što bi još jednom potvrdilo izgleda da će FED, na sastanku 18. marta, doneti odluku o smanjenju kamate. U nedelju, 16. marta, FED je doneo set novih mera, i to: (a) smanjen je nivo eskontne stope sa 3,50% na 3,25%, (b) produžen je duracio za diskontne zajmove sa jedan na tri meseca, (c) uvedene su kreditne olakšice za primarne dilere (program „PDFC – Primary Dealer Credit Facility”)¹⁾, uz proširenje, po kategorijama, HoV koje se mogu koristiti kao kolateral u repo poslovima („Investment Grade Corporate Bonds“, „Municipal Bonds“, „ABS“ i „MBS“), (d) FED je odobrio finansijsku olakšicu „JP Morganu“ u iznosu od 30 milijardi dolara za otpočinjanje procesa preuzimanja posrnulog „Bear Stearnsa“. Veći od očekivanog, pad indeksa proizvodnje uticao je na povećanje cena američkih državnih HoV početkom druge nedelje. Izveštaj, nakon odluke FOMC-a o smanjenju kamatne stope na dolar za 75 b.p., 18. marta, i dalje ukazuje na zabrinutost FED-a zbog usporavanja privrednog rasta i povećanja inflatornih pritisaka. Sve to uticalo je, u petak 21. marta, na smanjenje stope tromesečnog Libora na USD za 16 b.p., kao i smanjenje jednogodišnje Libor stope na USD za 12 b.p. Krajem druge nedelje posmatranog perioda (u odnosu na prethodnu nedelju), prinos na dvogodišnje američke državne obveznice povećan je za sedam b. p. (na 1,58%), dok je prinos na desetogodišnje američke državne obveznice smanjen za pet b. p., na 3,37%.

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

Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak

¹⁾ Uvedenim novim merama FED je svojim primarnim dilerima omogućio kratkoročnu pozajmicu od oko 200 mlrd USD državnih HoV na rok od 28 dana.

Industrijska proizvodnja (Industrial Production) 17/3/2008	feb.	-0,1%	-0,5%	0,1%
Očekivana odluka FOMC-a o referentnoj kamatnoj stopi (FOMC Rate Decision Expected) 18/3/2008	18. mart	2,25%	2,25%	3,00%
Broj nezaposlenih koji prvi put konkurišu za posao, u 000 (Initial Jobless Claims) 20/3/2008	15. mart	360	378	356
Vodeći indikatori (Leading Indicators) 20/3/2008	feb.	-0,3%	-0,3%	-0,4%

Izvor podataka: Informacioni sistem "Bloomberg".

Evropske državne obveznice

Početak ovog izveštajnog perioda obeležio je rast cena evropskih državnih obveznica, pod uticajem rasta tražnje za sigurnijom aktivom usled pada cena na tržištima akcija, ali i zabrinutosti tržišnih učesnika da će rekordni skok vrednosti evra prema dolaru ograničiti ekonomski rast evrozone. Nakon toga, usledio je pad njihovih cena (*do polovine prve nedelje*), kao posledica oporavka cena na tržištima akcija. Takvo kretanje bilo je i pod uticajem očekivanja mera FED-a s ciljem povećanja likvidnosti američkih finansijskih institucija, što bi moglo uticati na smanjenje pritiska na odluku ECB o eventualnom smanjenju referentne kamate na evro. Od sredine prve nedelje, zabrinutost u vezi s nastavkom krize na tržištu kredita uzrokovala je ponovni rast cena evropskih državnih obveznica. Tokom druge nedelje, donošenje novih mera FED-a, kao i smanjenje nivoa referentne kamate na dolar, imalo je značajan uticaj na kretanje cena evropskih državnih obveznica. Lošija vrednost podatka evrozone „*PMI Composite*“ za mart (51,9, prema očekivanih 52,4, između ostalog, ukazuje i na slabosti u oblasti sektora usluga), uticala je u četvrtak, 20. marta, na blago povećanje cena obveznica. Krajem druge nedelje posmatranog perioda, prinosi na petogodišnje („*German Bobs*“) i desetogodišnje („*German Bunds*“) nemačke državne obveznice iznosili su 3,47% (3,33% prve nedelje) i 3,77% (3,72% prve nedelje).

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

		Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
Ekonomsko poverenje u evrozoni (EC: ZEW Survey – Econ.Sentiment) 11/3/2008	mart	-42,0	-35,0	-41,4
ZEW indeks trenutne situacije u Nemačkoj ekonomiji, (GE: ZEW Survey - Current Situation) 11/3/2008	mart	30,0	32,1	33,7
Indeks potrošačkih cena u evrozoni, m/m (EC: Euro-Zone CPI, MoM) 14/3/2008	feb.	0,3%	0,3%	-0,4%
Kompozitni PMI indeks za evrozonu (EC: PMI Composite) 20/3/2008	mart	52,4	51,9	52,8

Izvor podataka: Informacioni sistem "Bloomberg".

Zlato: 910,53–1.002,95 (US\$/OZ)

	Zaključene cene zlata (US\$/Oz) u periodu:			
	10–14.3.'08		17–21.3.'08	
ponedeljak	972,84	min	1002,75	max
utorak	973,30		982,24	
sreda	982,93		944,20	
četvrtak	994,83		910,53	min
petak	1002,95	max	919,50	

Kretanje cene zlata u posmatranom periodu



Izvor podataka: Informacioni sistem "Bloomberg".

Cena zlata je tokom cele prve nedelje beležila rast, na šta je najznačajniji uticaj imala kriza u ekonomiji SAD, uzrokovana krahom na tržištu hipotekarnih zajmova. Smanjenje vrednosti američke valute prema evru podstaklo je tražnju za zlatom (*kao sredstvom obezbeđenja od inflacije*), tako da

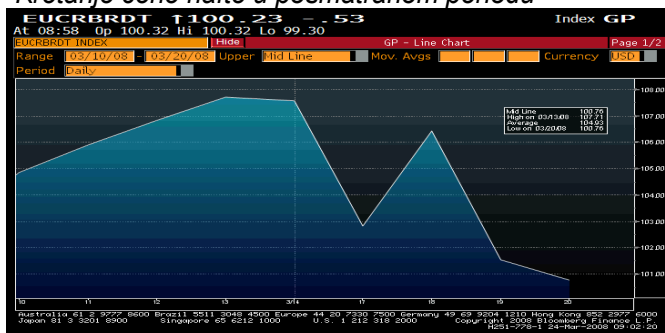
je cena zlata pred kraj prve nedelje premašila granicu od 1.000 dolara za finu uncu. I pored dostizanja najviših ikada zabeleženih cena zlata u dnevnim trgovanjima tokom druge nedelje, pojačana opreznost investitora znatno je uticala na spuštanje cena zlata ispod nivoa od 1.000 dolara po finoj unci. Tokom posmatranog perioda maksimalna cena zlata od 1.002,95 dolara po finoj unci realizovana je 14. marta, dok je minimalna cena zlata (910,53 *na zatvaranju*) realizovana 20. marta.

Nafta: 100,76–107,71 (US\$/Barrel–Brent Crude Oil)

Do blagog pada cene sirove nafte, na samom početku ovog u odnosu na prethodni izveštajni period, došlo je usled rešenja problema vezanih za isporuku energenata iz Meksika. Međutim, cena je uskoro počela da raste zbog slabljenja vrednosti dolara i pada cena na globalnom tržištu akcija. Cenu sirove nafte je, uglavnom, sve do kraja prve nedelje obeležavao pozitivan trend (*drastično slabljenje dolara i kriza na tržištima akcija širom sveta uzrokovali su konstantni rast interesovanja investitora za sirovom naftom i plemenitim metalima*). Spekulacije da će SAD ipak uspeti da izbegne recesiju, kao i predviđanja da bi tražnja za energentima mogla oslabiti u uslovima rastućih zaliha, samo su povremeno, tokom druge nedelje, uzrokovale kretanje cene sirove nafte nadole.

	Zaključene cene nafte (US\$/Barrel-Brent) u periodu:			
	10–14.3.'08.		17–21.3.'08.	
ponedeljak	104,84	min	102,82	
utorak	105,89		106,42	max
sreda	106,82		101,53	
četvrtak	107,71	max	100,76	min
petak	107,57		-	

Kretanje cene nafte u posmatranom periodu



Izvor podataka: Informacioni system "Bloomberg".

Tokom ovog izveštajnog perioda maksimalna cena nafte (107,71) realizovana je 13. marta, dok je minimalna cena (*na zatvaranju*), od 100,76 dolara po barelu sirove nafte, zaključena 20. marta.