



NARODNA BANKA SRBIJE

SEKTOR ZA DEVIZNE POSLOVE
ODELJENJE ZA UPRAVLJANJE DEVIZNIM REZERVAMA

**PREGLED DEŠAVANJA NA SVETSKOM
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

od 29. avgusta do 9. septembra 2011. godine

septembar 2011.

NARODNA BANKA SRBIJE
SEKTOR ZA DEVIZNE POSLOVE
ODELJENJE ZA UPRAVLJANJE DEVIZNIM REZERVAMA

1. Uvod

Pregled i predviđanje referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

(procentni poeni)

	Referentna kamatna stopa	Poslednja promena	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Predviđanje
<i>I European central bank</i>	1,50%	+0,25%	7. 7. 11	8. 9. 11	\
<i>II Federal reserves</i>	0–0,25%	–0,75%	16. 12. 08	20. 9. 11	\
<i>III Bank of England</i>	0,50%	–0,50%	5. 3. 09	8. 9. 11	\
<i>IV Bank of Canada</i>	1,00%	+0,25%	8. 9. 10	7. 9. 11	\
<i>V Swiss National bank</i>	0,00%	–0,25%	3. 8. 09	1. 9. 11	\
<i>VI Bank of Japan</i>	0,10%	–0,20%	19. 12. 08	7. 9. 11	\

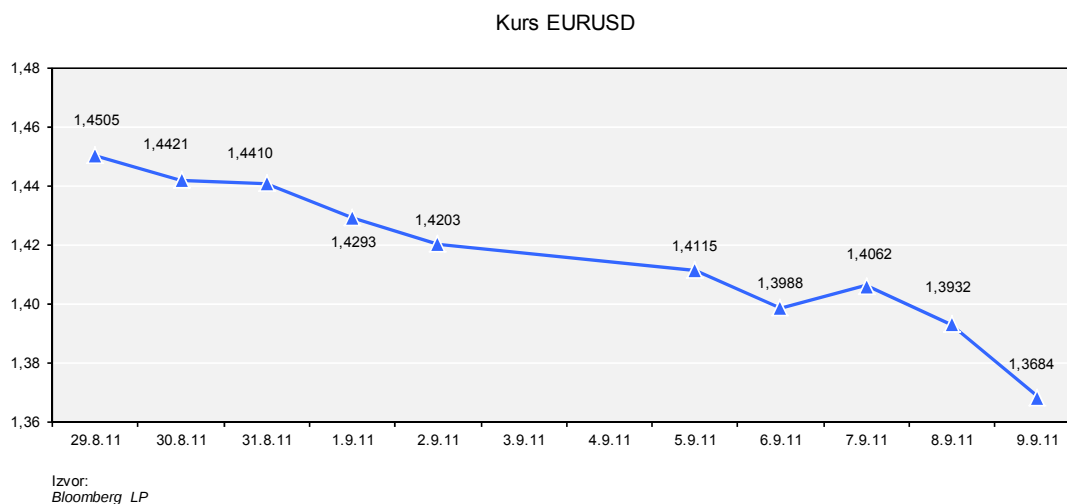
Izvor: Bloomberg LP.

Sa sastanka monetarnog odbora Evropske centralne banke (ECB) održanog početkom septembra poslata je poruka da je došlo do stabilizacije trenda rasta inflacije. Takođe, ECB je ukazala da postoji opasnost da privredni rast zemalja EMU u 2012. godini bude manji od očekivanog. Takav stav zvaničnika ECB-a naveo je analitičare da izmene svoje prognoze oko daljeg kretanja referentne kamatne stope centralne banke zone evra. Predviđa se da u skorijem periodu neće biti novih podizanja referentne stope. Istovremeno, pojedini analitičari prognoziraju smanjenje kamatne stope od 0,5% do kraja 2011. godine. Pad proizvodnih aktivnosti u zemljama zone evra (*PMI Manufacturing*) na dvogodišnji minimum, kao i najniža vrednost pokazatelja poslovne klime u EU od decembra 2008. godine, produbile su sumnje u pogledu skorijeg oporavka privrede EMU. Slabija tražnja na primarnom tržištu italijanskih državnih obveznica, kao i izjave pojedinih zvaničnika Nemačke i Holandije da Grčkoj neće biti odobrena naredna tranša pomoći ako se dogovoreni uslovi ne ispoštuju, znatno je uticala na rast cene osiguranja od bankrota „perifernih“ zemalja EMU (cena *CDS-a* na dvogodišnje državne grčke obveznice premašila je nivo od 5390 bazičnih poena). Tržišni učesnici su negativno protumačili ostavku glavnog ekonomiste ECB-a Jurgena Štarka krajem izveštajnog perioda. Iako je naveo da je ostavku podneo iz ličnih razloga, nagađa se da je mimoilaženje u stavovima u vrhu centralne banke EMU oko programa otkupa državnih obveznica (*Securities Market Programme – SMP*) razlog takve odluke.

Objavljeni mesečni makroekonomski pokazatelji ukazuju da broj zaposlenih u neagrnarom sektoru SAD nije porastao u toku avgusta. Nedugo zatim, predsednik SAD Barak Obama je Kongresu izneo plan oporavka tržišta rada vredan 447 mlrd dolara (znatno više od prvobitno najavljenih 300 mlrd), koji podrazumeva povećanje infrastrukturne potrošnje, subvencionisanje lokalnih vlada, kao i umanjenje poreza na zarade zaposlenih i malih preduzeća. Ova vest, kao i činjenica da je trgovinski deficit SAD pao na tromesečni minimum, nakratko su ojačali američki dolar i povratili optimizam kod investitora. Međutim, kod analitičara se javila bojazan da pomenuti plan „oživljavanja“ tržišta rada SAD neće biti dovoljno primenjen, što je negativno uticalo na stav investitora. U „Bež knjizi“ Federalnih rezervi je objavljeno da privreda SAD beleži skroman rast, što je pozitivno uticalo na raspoloženje učesnika na finansijskim tržištima.

Švajcarska centralna banka je fiksirala kurs franka prema evru na minimalni nivo od 1,20 franaka za jedan evro, potvrdivši da će iskoristiti sva raspoloživa sredstva kako bi kurs održala na tom nivou. Time je vrednost preecenjenog švajcarskog franka pala za oko 8% u odnosu na evro. Prema mišljenju Centralne banke Švajcarske, franak će i na tom minimalnom nivou biti i dalje precejena valuta.

2. Kurs EUR/USD



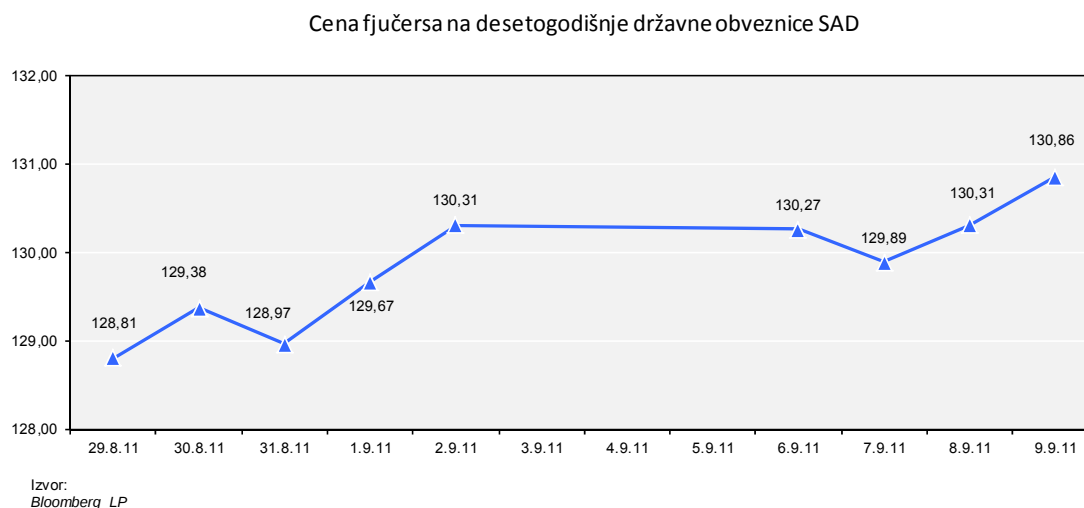
Evropska valuta je znatno oslabila u odnosu na američki dolar tokom prve nedelje izveštajnog perioda. Vrednosti valuta sigurnih luka su nastavile da jačaju, pre svih švajcarskog franka. Kurs evra je na početku nedelje iznosio 1,45 dolara za evro, da bi do kraja nedelje zabeležio najveći pad za poslednja dva meseca, spustivši se do nivoa od 1,42. Poverenje tržišnih učesnika je opalo zbog generalno lošijih od očekivanih ekonomskih podataka, što dovelo do averzije prema riziku, tj. okretanju ka sigurnim investicijama. Investitori su očekivali da ECB neće žuriti s povećanjem sadašnje kamatne stope. Istovremeno, pojedini analitičari su prognozirali da neće doći do povećanja referentne stope u zoni evra u narednih šest do devet meseci. Pošto je objavljen podatak o padu indeksa poverenja potrošača u zoni evra u avgustu na 98,3 (najniži nivo od maja 2010. godine), kurs evra je dodatno oslabio. Na slabljenje kursa zajedničke evropske valute tokom nedelje je uticala i zabrinutost oko dužničke krize u zoni evra, uz dodatni pritisak zbog procesa ratifikacije drugog paketa pomoći za Grčku. S druge strane, dobri ekonomski pokazatelji sa američkog tržišta krajem nedelje pozitivno su uticali na dolar. *ISM* indikator prerađivačkog sektora je zabeležio manji pad od očekivanog, što ukazuje na rast prerađivačke industrije, dok se istovremeno smanjio broj zahteva za naknade nezaposlenima u SAD. Takođe, tržišni učesnici očekuju da bi FED krajem septembra mogao usvojiti novi paket ekonomskih mera kojim bi uticao na rast nacionalne ekonomije. Kurs je na zatvaranju poslednjeg radnog dana prve nedelje izveštajnog perioda iznosio 1,42 dolara za evro.

Druga nedelja izveštajnog perioda je donela nov pad vrednosti evropske valute, koja je nedelju započela na nivou od 1,41 dolara za evro. Na pad kursa na samom početku nedelje je uticao poraz vladajuće partije na lokalnim izborima u Nemačkoj. Investitori su procenili da su se birači na taj način izjasnili protiv odluke da se poveća količina novca poreskih obveznika za rešavanje dužničke krize u zoni evra. Izjava nemačkog ministra finansija da Grčka „neće dobiti novu tranšu pomoći bez vidljivog napretka“ dodatno je pojačala zabrinutost u rešavanje dužničke krize i dovela do pada kursa. Sredinom nedelje, nakon objave odluke ustavnog suda Nemačke, koji je potvrdio ustavnost učestvovanja te zemlje u programu finansijske pomoći „perifernim“ članicama zone evra, pad kursa je privremeno zaustavljen, ali je već narednog dana, nakon konferencije za štampu predsedavajućeg ECB-u Trišea, vrednosti evra ponovo pala. Tržišni učesnici su njegove izjave protumačili kao privremeno odustajanje od daljih povećanja referentne kamatne stope u zoni evra. Tríše je izjavio da je rizik od inflacije umereniji nego u ranijem period, ali je izgleda ekonomskog rasta zone evra revidirao naniže. S druge strane, američka valuta je dodatno jačala nakon objavljenih podataka o smanjenju američkog trgovinskog deficita, kao i činjenice da su zvaničnici FED-a najavili mogućnost usvajanja određenih mera za ubrzavanje privrednog

rasta na narednom sastanku te institucije (20. i 21. septembra). Poslednjeg radnog dana ovog izveštajnog perioda kod tržišnih učesnika se povećala bojazan da će Grčka veoma teško izbeći bankrot, uz glasine da je Nemačka već pripremila plan pomoći svojim bankama koje su izložene grčkom dugu. To je dovelo do pada kursa ispod 1,37 dolara za evro, pa je na zatvaranju, u petak 9. septembra, kurs EUR/USD iznosio 1,368 dolara za evro, što je šestomesečni minimum.

3. Tržište hartija od vrednosti

3.1. Državne obveznice SAD



Cena obveznica su porasle tokom prve nedelje izveštajnog perioda, jer je većina podataka i vesti s tržišta bila lošija od očekivanih, a investitori su se okrenuli sigurnijim oblicima aktive. Tri pozitivna indikatora – lična potrošnja, lična primanja i narudžbine trajnih dobara stvorila su kratkotrajan optimizam kod investitora, što je dovelo do pada cena državnih obveznica SAD u sredu 31. avgusta. Međutim, cene obveznica su nastavile s rastom do kraja nedelje. Investitori su se, kako iz SAD tako i iz EU, okrenuli ka američkim državnim obveznicama zbog straha od ponovne recesije. Naime, neočekivano loši makroekonomski pokazatelji vezani za nezaposlenost i nizak indikator broja nezaposlenih u nepoljoprivrednom sektoru u SAD, teškoće i otpor pri primeni mera štednje u Italiji, problem oko obezbeđivanja kolaterala za pomoć u Grčkoj povećali su zabrinutost oko globalnog privrednog oporavka i rasta među tržišnim učesnicima. Takve vesti dovele su do reakcije investitora, koji su povukli svoj novac s tržišta akcija i plasirali ga mahom u američke državne obveznice, što je imalo za posledicu veću potražnju, pad prinosa i rast cena državnih obveznica SAD.

Sličan trend cene je viđen i tokom druge nedelje izveštajnog perioda. Tokom ponedeljka cene državnih obveznica SAD su ostale nepromenjene, jer je trgovanje bilo minimalno i sporadično jer je obeležen državni praznik u SAD i Kanadi, pa su berze bile zatvorene. Cene obveznica su stagnirale sve do srede 7. septembra kada je FED objavio „Bež knjigu”, koja je između ostalog potvrdila da je privredna aktivnost u SAD ipak nastavila da ostvaruje skroman rast. Nakon ovih vesti cene državnih obveznica su blago pale. Međutim, cene su nastavile da rastu tokom četvrtka i petka. Iako je predsednik Obama objavio niz stimulativnih mera s ciljem da oporavi tržište rada, investitori su nastavili da sumnjaju u privredni rast, plasirajući svoje investicije u siguran oblik aktive – državne obveznice. Dodatnu potražnju državnih obveznica SAD je stvorila dužnička kriza unutar EU. Problemi oko grčkog duga i mogućí bankrot, nesuglasice unutar unije i ECB-a, kao i nestabilnost evra naterala je evropske investitore da sigurnost potraže s druge strane Atlantika.

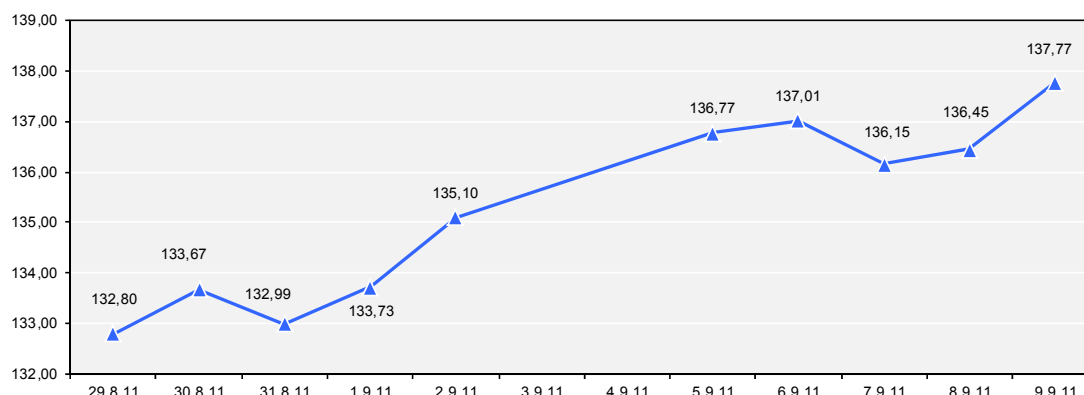
Značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD

	period	očekivani podatak	aktuelni podatak	prethodni podatak
I Indeks lične potrošnje (<i>Personal Spending</i> , 29.8.2011)	Avgust	0,5%	0,8%	-0,2%
II Broj nezaposlenih koji se prvi put javljaju za socijalnu pomoć (<i>Initial Jobless Claims</i> , 1.9.2011)	27. avgust	410k	409k	421k
III Promena broja zaposlenih u neagrarnom sektoru (<i>Change in Nonfarm Payrolls</i> , 2.9.2011)	Avgust	68k	0k	117k

Izvor: Bloomberg LP.

3.2. Državne obveznice zemalja Evropske monetarne unije

Cena fjučersa na desetogodišnje nemačke obveznice



Izvor:
Bloomberg LP

Zbog pozitivnih vesti s tržišta sa obe strane Atlantika i verovanja tržišnih učesnika u nastavak privrednog rasta na svetskom nivou, investitori su se okrenuli rizičnijim oblicima aktive, pa su cene desetogodišnjih nemačkih državnih obveznica pale prvog dana izveštajnog perioda. Cena nemačkih državnih obveznica – najsigurnijeg oblika aktive unutar EMU, vođena kako zabrinjavajućim vrednostima makroekonomskih indikatora (pre svega indikatora poslovne klime u EU, koji je na najnižem nivou od 2008. godine), tako i strahom od ponovne recesije, ostavila je rast u utorak 30. avgusta. Proizvodna aktivnost 17 zemalja zone evra je pala na najniži nivo u poslednje dve godine, što je, zajedno s povećanim strahom investitora da bi dužnička kriza članica EU mogla da se pogorša, uticalo da se investitori ponovo okrenu sigurnim oblicima aktive. Povećana tražnja za instrumentima sigurnog utočišta uticala je da započne uzlazni trend cena nemačkih državnih obveznica.

Početak druge nedelje izveštajnog perioda je karakterisao nastavak zabrinutosti zbog usporenog privrednog rasta i krize državnog duga, što je uticalo na dalji rast cena nemačkih državnih obveznica. Na veću potražnju ove sigurne aktive uticala je i odluka švajcarske centralne banke da brani fiksni kurs između evra i franka po minimalnom kursu od 1,20 kupovinom nemačkih državnih obveznica. Nakon što je u sredu, 7. avgusta, Ustavni sud Nemačke doneo presudu kojom je odbacio žalbu i dao Nemačkoj zeleno svetlo da dalje učestvuje u pomoći „perifernim“ zemljama EU, investitori su na kratko povratili poverenje i okrenuli se ka rizičnijim aktivama, tako da su nemačke obveznice zabeležile pad vrednosti. Međutim, na sastanku monetarnog odbora ECB-a ustanovljena je i opasnost da privredni rast zemalja EMU u 2012. godini može biti manji od očekivanog, što je dovelo do ponovne aprecijacije nemačkih državnih obveznica i početak trenda pada prinosa. Rastuća zabrinutost u sposobnost EU da reši dužničku krizu, kao i vest iz nemačkog ministarstva finansija o planu spasavanja nemačkih banaka u slučaju

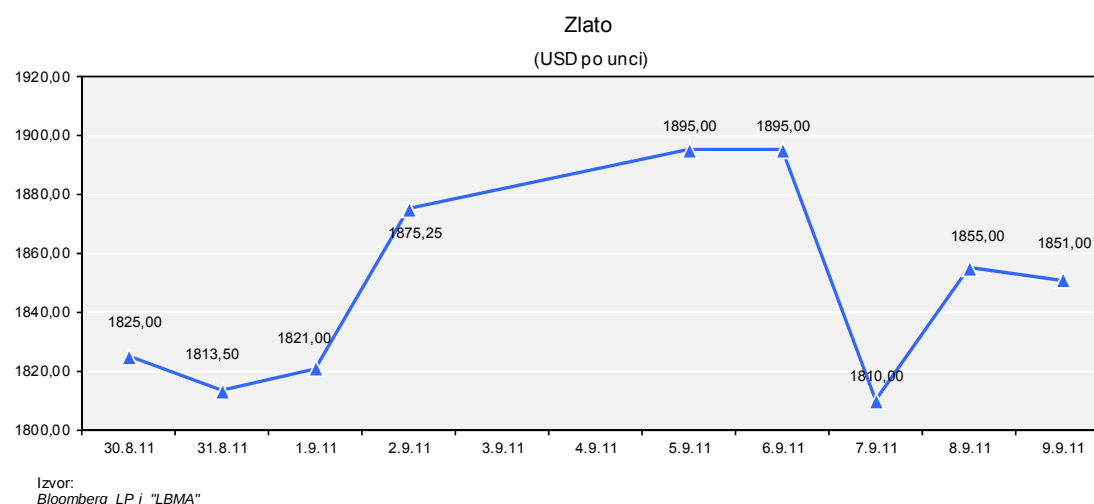
bankrota Grčke, dovele su do pada prinosa desetogodišnjih obveznica na istorijski minimum (1,772%), uz očekivanja da će se takav trend i nastaviti.

Značajni pokazatelji privredne aktivnosti zemalja Evropske monetarne unije

	period	očekivani podatak	aktuelni podatak	prethodni podatak
I Indeks proizvodnih aktivnosti zemalja zone evra (PMI Manufacturing, 1.9.2011.)	Avgust	49,7	49,0	49,7
II Indeks potrošačkih cena u Nemačkoj (Consumer Price Index, 1.9.2011, MoM)	Avgust	-0,1%	0,0%	-0,1%

Izvor: Bloomberg LP.

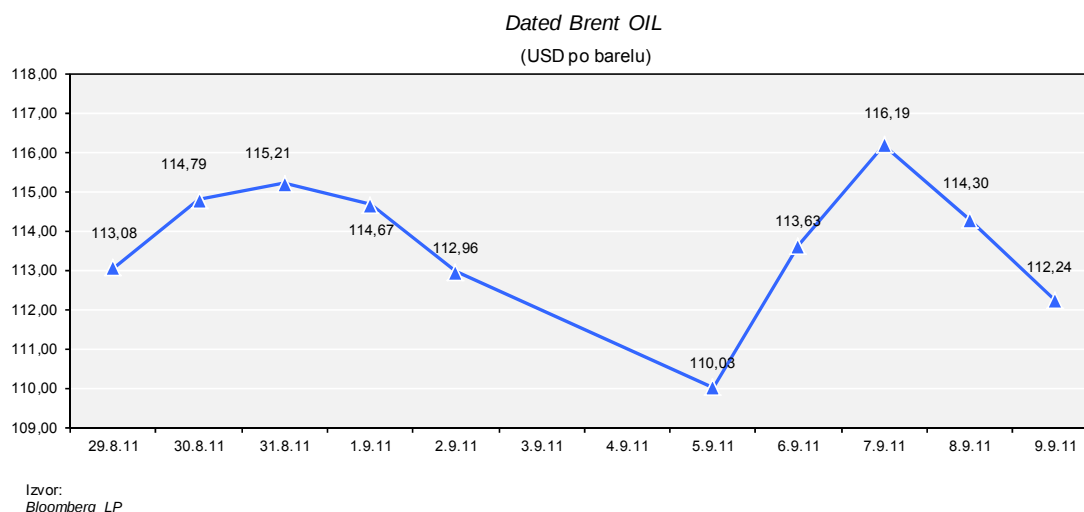
4. Zlato



Pozitivne vesti sa evropskog tržišta, zbog spajanja dve grčke banke, kao i neuporedivo manje razorno dejstvo uragana „Irene“ od očekivanog, uz pozitivne makroekonomske indikatore u SAD (pre svega lične potrošnje), uticali su da se tržišni učesnici okrenu ka rizičnijim oblicima aktive i da cena zlata započne nedelju sa opadajućim trendom. Novi makroekonomski podaci, lošiji od očekivanih kako u Evropi (indikator poslovne klime), tako i u Americi (indeks poverenja potrošača), kao i izjava predsednika FED-a da je neophodno da se pomogne ekonomiji, ubrzo su prekinuli takav trend i izazvali rast cene zlata. Sredinu nedelje obeležio je blag optimizam investitora i neznatan pad cene ovog plemenitog metala. Međutim, strah da bi dužnička kriza u zoni evra mogla da se pogorša i negativni podaci s tržišta radne snage u SAD ponovo su preusmerili investitore na sigurna tržišta, te je tako zlato prvu nedelju izveštajnog perioda završilo sa cenom od 1.875 dolara za uncu, što je ujedno i najviša cena te nedelje.

Početak druge nedelje izveštajnog perioda obeležila je zabrinutost oko finansijskog „zdravlja“ zone evra, najviše zbog usporenog privrednog rasta, te je zlato u jednom trenutku u utorak, 6. Avgusta, dostiglo novi istorijski maksimum od 1.920 dolara za uncu. Nakon toga, cena zlata započinje trend pada, jer su investitori odluku nemačkog ustavnog suda primili kao zeleno svetlo za dalje učešće Nemačke u pomoći „perifernim zemljama“ EU, a pozitivno su reagovali i na skroman rast privredne aktivnosti u Americi. U četvrtak je predsednik ECB-a Triše, na konferenciji za novinare nakon sastanka Monetarnog odbora, ustanovio i postojanje opasnosti od smanjenja privrednog rasta zemalja EMU u 2012. godini, što je podstaklo rast cene zlata. Cena zlata je u petak naglo opala s pojavom nepotvrđenih glasina o novim zahtevima u pogledu margina. Međutim, kako vest nije zvanično potvrđena, cena zlata se ubrzo oporavila i izveštajni period završila na nivou od 1.851 dolar za uncu.

5. Nafta



Cena sirove nafte ušla je u prvu nedelju uzlaznim trendom kako zbog pritisa na lanac proizvodnje uzrokovanih nemirima u Libiji, tako i zbog pritisa na lanac snabdevanja izazvanih strahom od štete koju bi uragan „Irena“ mogao da izazove na istočnoj obali SAD. Iako uragan nije ostavio trajnije posledice na lanac snabdevanja SAD, cena sirove nafte je rasla sve do srede, kad se zaustavila na 115,21 dolar po barelu. Porast je bio rezultat pozitivnih makroekonomskih podataka SAD s početka nedelje, uključujući i pokazatelj lične potrošnje, kao i optimizma investitora da će FED dodatnim stimulativnim merama održati privredni rast u SAD. Rastu cene sirove nafte u ovom periodu doprinele su i pozitivne vesti iz Evrope o mogućem spajanju dve grčke banke ALPHA i EFG i intervencije ECB na tržištu HoV, posebno na aukcijama Italije i Španije. Međutim, krajem nedelje cena sirove nafte počela je da pada kao posledica pritisa na privredni rast sa obe strane Atlantika. Neočekivano loš pokazatelj vezan za nezaposlenost i nizak indikator broja nezaposlenih u nepoljoprivrednom sektoru u SAD, teškoće i otpor pri primeni mera štednje u Italiji, problem oko obezbeđivanja kolaterala za pomoć u Grčkoj, uneli su među investitore strah od pada privredne aktivnosti, pa je cena sirove nafte završila nedelju s malim gubitkom, ali vidno negativnim trendom.

Negativni trend se nastavio tokom prvog dana naredne nedelje. Iako su berze u SAD i Kanadi bile zatvorene zbog državnog praznika, negativne vesti iz EU su nastavile da stvaraju dodatnu zabrinutost oko privrednog rasta i dužničke krize unutar EU. Trodnevni negativni trend je zaustavljen u utorak, kada je nemački vrhovni sud doneo presudu kojom je odbacio neustavnost žalbe i dozvolio Nemačkoj da učestvuje u finansiranju paketa pomoći u zoni evra. U isto vreme, predsednik SAD Barak Obama je objavio niz stimulativnih mera s ciljem da oživi tržište rada u SAD. Te vesti su vratile nadu među investitorima u privredni globalni oporavak, što je rezultiralo skokom cene sirove nafte sredinom nedelje. Međutim, optimizam je bio kratkog daha, pa je cena sirove nafte ponovo pala tokom četvrtka i petka. Rast zabrinutosti u vezi sa sposobnošću EU da reši dužničku krizu, ostavka Jirgena Štarka, glavnog ekonomiste ECB-a, plan nemačkog ministarstva finansija o spasavanju nemačkih banaka u slučaju bankrota Grčke, samo su neke od ekonomskih i političkih vesti koje su ugrozile globalnu privrednu aktivnost, što se negativno odrazilo na cenu sirove nafte.

Pored makroekonomskih događaja u EU i SAD tokom prethodne dve nedelje, na cenu sirove nafte su takođe uticali nemiri u zemljama izvoznicama nafte. Nemiri i neprestane borbe u Libiji pretili su da ugroze proizvodnju u ovoj zemlji, što bi poremetilo svetsku cenu, ali su pobunjenici koji su preuzeli vlast uspeali da nastave sa isporukom. I Nemiri u Siriji su pretili da ugorze cenu sirove nafte. Naime, zemlje EU su zbog embarga prema Siriji htele da prekinu sa uvozom sirijske nafte, što bi dovelo do viška proizvodnje, a samim tim i do pada cene, ali su Kina i Rusija iskazale spremnost da otkupe sav višak, što je doprinelo stabilizaciji cene.

6. Prognoze

6.1. Prognoze kretanja kursa EUR/USD

	Q4 2011.	Q1 2012.	Q2 2012.	Q3 2012.	Q4 2012.	Q4 2013.	Q4 2014.	Q4 2015.
Maksimum	1,52	1,52	1,52	1,55	1,56	1,53	1,50	1,55
Medijana	1,40	1,40	1,42	1,40	1,42	1,40	1,40	1,39
Minimum	1,24	1,18	1,14	1,27	1,25	1,25	1,35	1,26
Barclays	1,49	1,50	1,50	–	1,48	1,43	1,40	1,38
Credit Suisse Group	1,41	1,45	1,50	–	1,53	1,45	1,42	1,39
Bank of America	1,45	1,46	1,47	–	1,50	–	–	–
BNP Paribas	1,50	1,45	1,40	1,35	1,35	1,30	–	–
Citigroup	1,40	1,39	1,38	1,37	1,37	–	–	–
Morgan Stanley	1,30	1,25	1,28	1,32	1,35	1,38	–	–
Commonwealth Bank	1,48	1,49	1,50	–	1,47	1,38	–	–
HSBC	1,44	1,44	1,44	–	–	–	–	–
JP Morgan Chase	1,45	1,48	1,48	–	–	–	–	–
UniCredit	1,43	1,46	1,48	1,50	1,52	1,50	1,48	1,45
Rabobank	1,36	1,41	1,45	1,48	–	–	–	–
Commerzbank	1,43	1,40	1,37	1,35	1,35	–	–	–
Wells Fargo	1,32	1,30	1,28	1,27	1,26	–	–	–

Izvor: Bloomberg LP.

6.2. Prognoza kretanja prinosa na državne obveznice za četvrto tromesečje 2011. godine

Prognoze stopa prinosa nemačkih državnih obveznica za četvrto tromesečje 2011. godine

(procentni poeni)

	2Y	5Y	10Y
<i>I HSBC bank London</i>	0,40%	0,90%	1,70%
<i>II BNP Paribas</i>	0,80%	–	2,50%
<i>III Barclays bank London</i>	0,95%	1,55%	2,50%
<i>IV Commerzbank Frankfurt</i>	2,80%	–	2,80%

Izvor: Bloomberg LP.

Prognoze stopa prinosa američkih državnih obveznica za četvrto tromesečje 2011. godine

(procentni poeni)

	2Y	5Y	10Y
<i>I HSBC bank London</i>	0,20%	0,70%	1,80%
<i>II BNP Paribas</i>	0,20%	–	2,50%
<i>III Barclays bank London</i>	0,25%	1,30%	2,75%
<i>IV Bank of America</i>	0,40%	–	3,00%

Izvor: Bloomberg LP.