



NARODNA BANKA SRBIJE

SEKTOR ZA DEVIZNE POSLOVE
ODELJENJE ZA UPRAVLJANJE DEVIZNIM REZERVAMA

**PREGLED DEŠAVANJA NA SVETSKOM
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

od 12. septembra do 23. septembra 2011. godine

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	6. 10. 11	\
<i>II Federal reserves</i>	0–0,25%	–0,75%	16. 12. 08	2. 11. 11	\
<i>III Bank of England</i>	0,50%	–0,50%	5. 3. 09	6. 10. 11	\
<i>IV Bank of Canada</i>	1,00%	+0,25%	8. 9. 10	25. 10. 11	\
<i>V Swiss National bank</i>	0,00%	–0,25%	3. 8. 09	15. 12. 11	\
<i>VI Bank of Japan</i>	0,10%	–0,20%	19. 12. 08	7. 10. 11	\

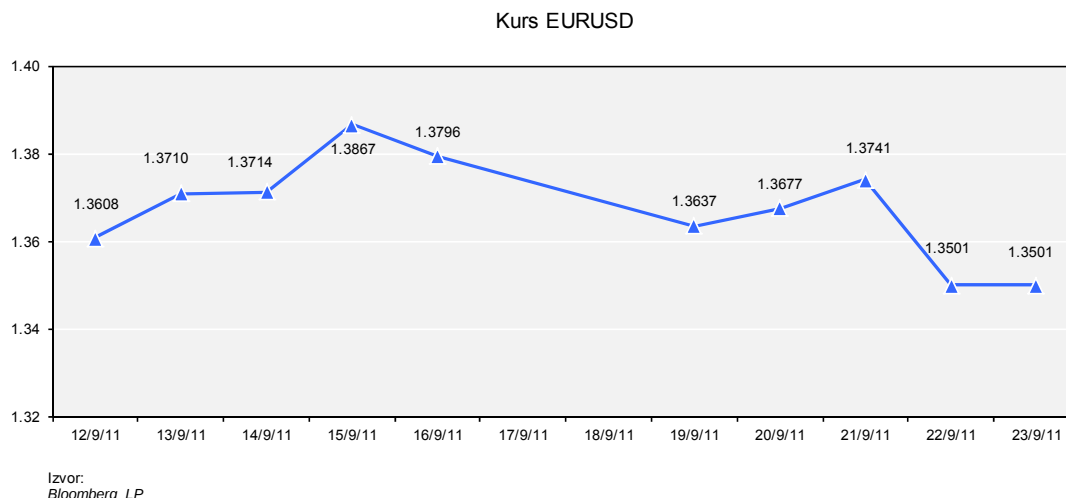
Izvor: Bloomberg LP.

Strah investitora da bi Nemačka mogla da odustane od pomoći Grčkoj obeležio je početak prve nedelje izveštajnog perioda. To je dovelo do rasta razlike u prinosima između obveznica Nemačke i obveznica ostalih zemalja EMU. Dodatne nepovoljne vesti stigle su od rejting agencije *Moody's*, koja je smanjila kreditni rejting najvećih francuskih banaka, iako je guverner centralne banke Francuske uveravao javnost u likvidnost i solventnost tih banaka. Tek sredinom nedelje, nakon izjava visokih zvaničnika Nemačke i Francuske da će Grčka sigurno ostati deo zone evra i da će uskoro biti predstavljen plan o uvođenju zajedničke obveznice EMU, finansijska tržišta u EMU su se stabilizovala. Pozitivne vesti su se redale do kraja prve nedelje. Jedna od njih je i vest da je ECB postigla dogovor sa ostalim centralnim bankama, uključujući FED, centralne banke Japana, Engleske i Švajcarske o dolarskim pozajmicama bankama u zoni evra, poboljšavajući likvidnost na finansijskom tržištu. Početak druge nedelje izveštajnog perioda obeležile su nepovoljne vesti iz EU, među kojima su najznačajnije smanjenje kreditnog rejtinga državnog duga Italije od strane agencije *S&P*, smanjenje predviđenog BDP-a u toj zemlji za 2011, 2012. i 2013. godinu, kao i strah od prelivanja krize državnog duga iz „periferijih“ u najrazvijenije zemlje EU, što je povećalo tražnju za najsigurnijim hartijama od vrednosti (HoV). Međutim, kraj druge nedelje izveštajnog perioda su obeležile spekulacije da visoki zvaničnici EU pripremaju novi plan pomoći, u vrednosti od 2.000 mlrd evra, koji bi trebalo da reši problem dužničke krize unutar EMU. Kako je javio britanski *BBC*, plan sadrži tri elementa – učtvarostručenje fonda ECB-a koji služi za pozajmice državam članicama, 50% otpisa duga na državne obveznice Grčke i dokapitalizaciju banaka u zoni evra.

Većina makroekonomskih pokazatelja u SAD je bila lošija od očekivanih, uključujući i podatke s tržišta rada (*Initial Jobless Claims* – broj nezaposlenih koji se prvi put javlja sa zahtevom za socijalnu pomoć) i indikatore vezane za proizvodnju i poslovnu klimu (*Empire Manufacturing* – indeks proizvodnje vezan za državu Njujork, *Philadelphia FED* – indikator poslovne klime). Glavni pokretač cena državnih obveznica SAD bile su vesti iz Evrope i FED-ova monetarna mera poznata kao „operacija twist“. Naime, FED je u sredu, 21. septembra, objavio da namerava da do juna 2012. godine produži ročnost svog portfolija prodajući 400 mlrd državnih obveznica kraćih rokova dospeća i kupujući državne HoV s kasnijim dospećem. Ta mera je uticala na cene i prinose obveznica, posebno HoV s dužim dospećem, ali nije uspeła da stabilizuje finansijsko tržište. U ovom izveštajnom periodu primećene su

nesvakidašnje oscilacije na tržištu akcija i velika osetljivost investitora na makroekonomske i političke vesti iz SAD i Evrope.

2. Kurs EUR/USD



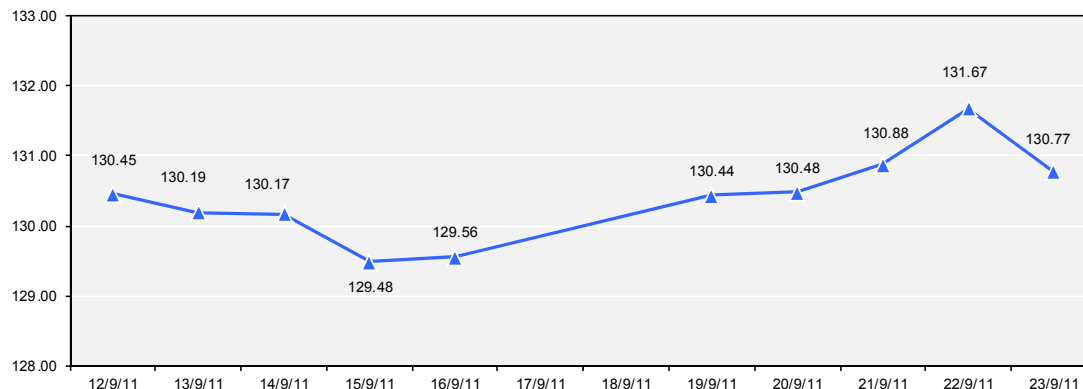
Evro je oslabio prema dolaru početkom prvog dana izveštajnog perioda, zbog bojazni tržišnih učesnika da će doći do grčkog bankrota i glasina da bi Nemačka to dozvolila. To je izazvalo reakciju guvernera centralne banke Francuske, koji je pokušao da ubedi javnost da, kakav god bio ishod s Grčkom, francuske banke imaju sredstva da se izbore s tim. Predsedavajući ECB-u Triše je takođe reagovao izjavom da, bez obzira na usporavanje svetske ekonomije, neće doći do recesije. Te izjave su uspele da ojačaju evropsku valutu prema američkom dolaru. U utorak, 13. septembra, evro je oscilirao u odnosu na dolar, zbog zabrinutosti tržišnih učesnika za oporavak ekonomije, s jedne strane, i uverenja nemačke kancelarke Angele Merkel da neće dozvoliti da Grčka doživi „nekontrolisanu nesolventnost”, s druge. Evro je znatno ojačao 14. septembra, zbog rasta optimizma da će kriza biti rešena. ECB je potvrdila da će koordinirati s drugim vodećim centralnim bankama o dolarskim pozajmicama bankama zone evra kako bi osigurala potrebnu likvidnost do kraja godine. Takođe, ohrabrujuće izjave francuskog predsednika Sarkozija i nemačke kancelarke Merkel da će Grčka ostati u sastavu Evropske unije uticale su na jačanje evra prema američkom dolaru. Nedostatak pozitivnih signala s tržišta koji bi ukazali da evropska dužnička kriza može biti rešena u bliskoj budućnosti uticao je da evro u petak znatno oslabi prema američkoj valuti.

Povećana razlika u prinosima između nemačkih državnih obveznica i obveznica „perifernih“ zemalja članica EMU, smanjenje rejtinga Italije, kao i vest da je vladajuća stranka izgubila na izborima u Berlinu, imale su jak uticaj na evro, čija je vrednost smanjena u odnosu na američki dolar. Progres u drugoj rundi pregovora između „Trojke” (EU, ECB, MMF) i Grčke imao je pozitivan efekat kod tržišnih učesnika i doveo do oporavka evra. Međutim, u sredu, 21. septembra, evro je naglo pao prema američkoj valuti, posle objavljivanja odluke FED-a o monetarnim merama i zvanične izjave *FOMC* da postoji veliki rizik od usporavanja privrednog rasta. Evro je nastavio da slabi prema dolaru i posle objavljivanja indikatora proizvodnje i usluga u EU, koji je bio niži kako u odnosu na prošlomesečni podatak, tako i u odnosu na očekivanja. Slabljenje evra prema dolaru je zaustavljeno pošto je britanski *BBC* javio da EMU priprema novi plan pomoći radi rešavanja problema u Evropi. Jačanju evra je takođe doprinela vest sa samita G20, gde su svetski lideri potvrdili da su posvećeni i ujedinjeni u nameri da se izbore s novim izazovima pred kojima se našla svetska ekonomija. Kurs EUR/USD je završio ovaj izveštajni period na nivou od oko 1,35 dolara za evro.

3. Tržište hartija od vrednosti

3.1. Državne obveznice SAD

Cena fjučersa na desetogodišnje državne obveznice SAD



Izvor:
Bloomberg LP

Pad cena obveznica SAD obeležio je prvu nedelju izveštajnog perioda i pored činjenice da je većina podataka s tržišta bila lošija od očekivanih. Negativni makroekonomskih pokazatelja tokom prve nedelje izveštajnog perioda bili su podaci s tržišta rada (*Initial Jobless Claims*) i indikatori vezani za proizvodnju i poslovnu klimu (*Empire Manufacturing* i *Philadelphia FED*). Međutim, cene obveznica su pale, dok su prinosi porasli, prevashodno zbog političkih vesti iz Evrope vezanih za krizu državnog duga „perifernih“ zemalja EU. Naime, visoki zvaničnici Nemačke i Francuske izjavili su da će Grčka sigurno ostati deo zone evra i najavili su da će uskoro biti predstavljen plan o uvođenju zajedničke obveznice EMU. Tokom nedelje ECB je postigla dogovor sa ostalim centralnim bankama, uključujući FED, centralne banke Japana, Engleske i Švajcarske o dolarskim pozajmicama bankama u zoni evra, poboljšajući likvidnost na tržištu, što je ohrabrilo investitore i uticalo na pad cena obveznica. Uz sve to, investitori su takođe krenuli da zauzimaju pozicije u iščekivanju FED-ove „operacije twist“, što je dovelo do korekcije cena, naročito na dužim rokovim dospeća.

Rast cena državnih obveznica zabeležen je tokom druge nedelje izveštajnog perioda. Od ponedeljka, 19. septembra, negativne vesti vezane za krizu državnog duga u EU preplavile su tržište. To je povećalo tražnju za sigurnim oblicima aktive, prevashodno državnim hartijama od vrednosti SAD. Međutim, najveći pokretač cena i prinosa državnih HoV SAD je bila mera monetarne politike poznatija kao „operacija twist“, kojom FED planira da produži ročnost svog portfolija prodajući 400 mlrd dolara državnih obveznica kraćih rokova dospeća i kupujući HoV s kasnijim dospećem. Ta mera je oborila prinose na izuzetno nizak nivo, posebno HoV s dužim dospećem, što je dovelo do naglog rasta cena. U četvrtak, 22. septembra, cene su bile na najvišem nivou. Na kraju druge nedelje izveštajnog perioda primećen je blagi pad cena državnih obveznica SAD, što je rezultat povlačenja investitora iz sigurnih oblika aktive, zbog spekulacija da EMU priprema novi plan pomoći koji bi trebalo da reši krizu u EU.

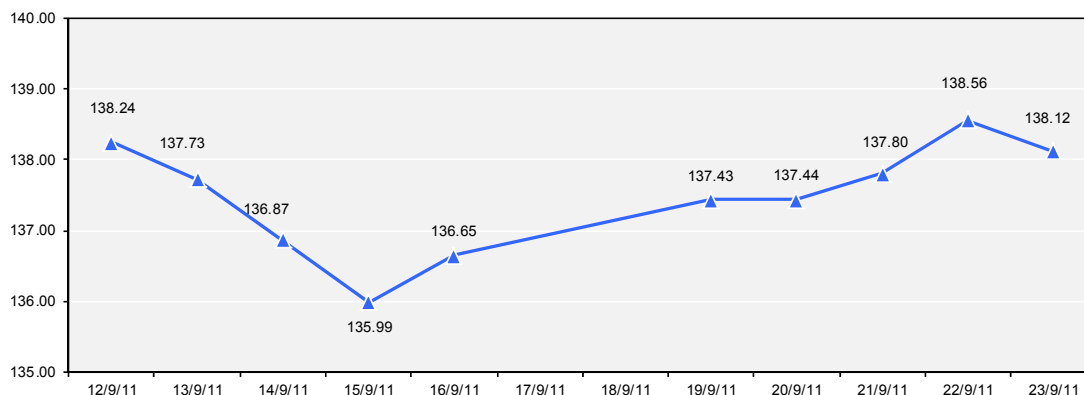
Značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I Indeks proizvodnje (<i>Empire Manufacturing</i> , 15. 9. 2011)	Septembar	-4,0	-8,82	-7,72
II Broj nezaposlenih koji se prvi put javljaju za socijalnu pomoć (<i>Initial Jobless Claims</i> , 15. 9. 2011)	10.septembar	411k	428k	414k
III Filadelfija FED – indikator poslovne klime (<i>Philadelphia FED</i> , 15. 9. 2011)	Septembar	-15,0	-17,5	-30,7

Izvor: Bloomberg LP.

3.1. Državne obveznice Nemačke

Cena fjučersa na desetogodišnje nemačke obveznice



Izvor:
Bloomberg LP

Znači da bi Nemačka mogla da odustane od rešavanja dužničkih problema Grčke i briga da bi rejting agencija *Moody's* mogla da smanji kreditni rejting najvećih francuskih banaka (*BNP Paribas*, *Societe Generale* i *Credit Agricole*) koje su najviše izložene grčkim obveznicama uzdrmali su poverenje investitora. To je dovelo do okretanja sigurnijim oblicima aktive i rasta razlike u prinosima između obveznica Nemačke i ostalih zemalja EMU. Dalji rast razlika u prinosima sprečila je vest da će Kina kupiti veliki iznos obveznica Italije, kao i da će investirati u strateški važne kompanije te zemlje. U toku dana, prinos na desetogodišnju nemačku benčmark obveznicu je pao na istorijski minimum od 1,68 procenata. Smanjenje rejtinga pomenutih banaka i najveće kamatne stope (od ulaska u evro zonu), koje je Italija morala da ponudi kako bi prodala petogodišnje obveznice, uticali su na nastavak rasta razlika u prinosima u zoni evra. Izjave iz Nemačke i Francuske da će Grčka sigurno ostati u zoni evra, uz obavezu da što pre primeni sve reforme, kao i najava uvođenja zajedničke obveznice EMU, povratili su poverenje kod investitora. To se odrazilo na smanjenu potražnju za obveznicama kao sigurnijem obliku aktive. Postignut dogovor između Evropske centralne banke i centralnih banaka Amerike, Švajcarske, Engleske i Japana o dolarskim pozajmicama bankama u zoni evra bio je glavni pokretač tržišta u četvrtak, 15. septembra. Uverenje evropskih zvaničnika da će kooperacijom rešiti problem unutar EU povećalo je sklonosti prema riziku među investitorima i njihovog okretanja rizičnijim tržištima. Nedostatak pozitivnih signala s tržišta doveo je do pada poverenja investitora da će kriza u Grčkoj biti uskoro rešena i ukazao da i dalje postoji velika opasnost od bankrota te zemlje, što je uticalo na smanjenje prinosa nemačkih obveznica.

Smanjenje kreditnog rejtinga državnog duga Italije od strane *S&P*-a i nepostizanje dogovora o rešenju problema državnog duga između EU, ECB-a i MMF-a, s jedne strane, i Grčke, s druge, ulilo je dodatnu nesigurnost među investitore i okrenulo ih sigurnijim oblicima aktive. U utorak je napravljen

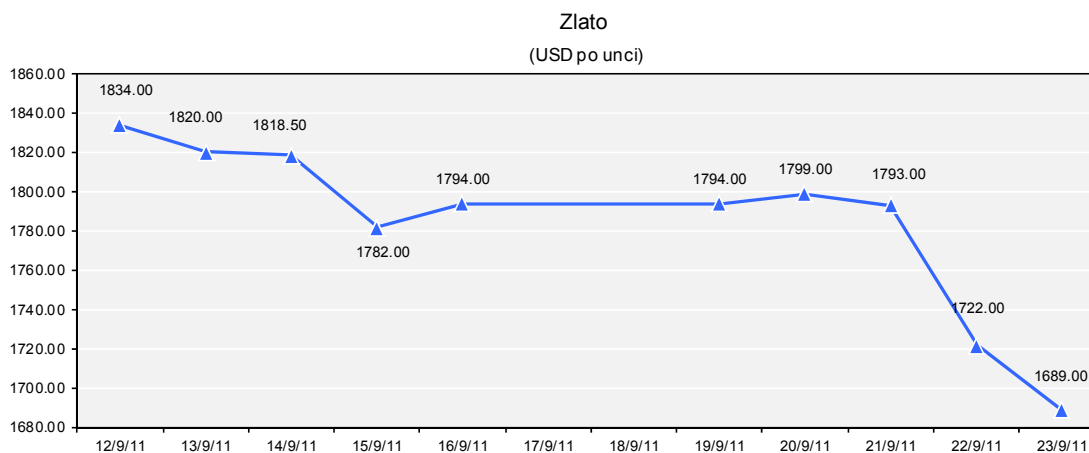
progres u drugoj rundi pregovora između „Trojke” i Grčke, što je samo donekle ubedilo investitore da će Grčka izbeći bankrot. Prinos na desetogodišnju nemačku benčmark obveznicu ostao je na istom nivou, zbog nesigurnosti tržišnih učesnika u dalja kretanja na tržištu. Negativne vesti sa evropskog tržišta, pre svega iz Italije, i naglašen problem solventnosti unutar EMU uticali su na dalji rast tražnje za sigurnijim oblicima aktive, pre svega državnim obveznicama. Zbog zabrinutosti za „zdravlje” svetske ekonomije, a prevashodno zbog povećanog straha od prelivanja krize na najrazvijenije zemlje u EU nastavljen je *flight-to-quality* efekat. Tome je doprinela i izjava komesara EU za ekonomska i monetarna pitanja Oli Rena, po kome bi, „nekontrolisani bankrot” izazvao ogromnu štetu ne samo Grčkoj već i celoj EU. Tako su prinosi na desetogodišnje nemačke obveznice ponovo pali na najniži nivo u istoriji – na 1,674 procenta. Najava da Evropska monetarna unija planira nove mere pomoći kako bi ojačala ECB i zagarantovala pomoć svojim članicama uticale se na smanjenu potražnju na tržištu obveznica i, posledično, na rast prinosa poslednjeg dana izveštajnog perioda. Tome su doprineli i zaključci sa samita G20, gde su svetski lideri potvrdili da preduzimaju snažne mere da održe finansijsku stabilnost, povrate poverenje investitora i podrže privredni rast.

Značajni pokazatelji privredne aktivnosti zemalja Evropske monetarne unije

Izvor: Bloomberg LP.

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I Indeks proizvodnih aktivnosti i sektora usluga zemalja zone evra (PMI Composite, 22. 9. 2011.)	Septembar	49,8	49,2	50,7
II ZEW indeks ekonomskog poverenja u Nemačkoj (ZEW Survey (Econ. Sentiment), 20.9. 2011, MoM)	Septembar	-45,0	-43,3	-37,6

4. Zlato



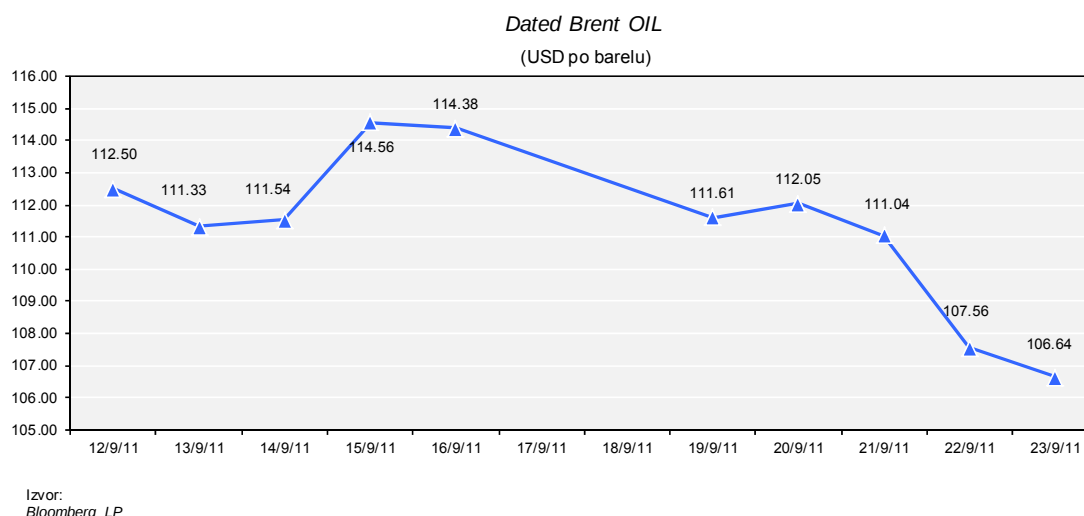
Izvor:
Bloomberg LP i "LBMA"

Zbog neizvesnosti o bankrotstvu Grčke i potencijalnom smanjenju rejtinga francuskih banaka koje su veoma izložene grčkim obveznicama, dolar je ojačao prema evru. To je izazvalo smanjenu potražnju za zlatom, pa je na početku izveštajnog perioda cena zlata pala. U utorak je cena oscilirala, jer je rejting agencija Moody's ipak smanjila kreditni rejting banaka *Credit Agricole* i *Societe Generale*, a *Fitch* ukazao na mogućnost daljeg smanjenja kreditnog rejtinga Španije, što je unelo nervozu među tržišne učesnike. Cena zlata je pala 14. septembra zbog vraćanja poverenja kod investitora i izjava iz Nemačke i Francuske da će Grčka sigurno ostati u zoni evra, uz obavezu da što pre izvrši sve reforme.

Povećanje apetita prema riziku kod investitora zabeleženo je i na tržištu zlata drastičnim padom njegove cene na 1.782 \$/Oz, što je ujedno i najniža vrednost te nedelje. To se dogodilo posle uveravanja evropskih zvaničnika da će kooperacijom rešiti problem državnog duga i najave da će uskoro biti predstavljen plan o uvođenju zajedničke obveznice EMU. Poslednjeg dana prve nedelje izveštajnog perioda cena zlata je porasla zbog povećane potražnje i efekta sigurnog utočišta, posle objavljivanja indikatora poverenja potrošača Univerziteta Mičigen, koji je i dalje na niskom nivou, mada je ovaj put bio bolji od očekivanja.

Negativne vesti iz Evrope vezane za krizu državnog duga zemalja EU, a posebno smanjenje kreditnog rejtinga državnog duga Italije za jedan stepen, ponovo je okrenulo investitore ka zlatu. Međutim, jačanje dolara prema evru dovelo je do nagle rasprodaje zlata, te je njegova cena na zatvaranju ostala na istom nivou, kao i poslednjeg dana prethodne nedelje. U utorak, 20. septembra, cena zlata je porasla zbog ponovne pojave straha, usporenog svetskog rasta i situacije u Evropi. Objavljivanje mera FED-a o produženju trajanja svog portfolija „operacijom twist“, a s ciljem pokretanja privrede, skoro da nije uticalo na cenu zlata, pa je u sredu, na zatvaranju, iznosila 1.793 \$/Oz. Međutim, te mere su uticale na jačanje američkog dolara u odnosu na ostale valute, što je izazvalo rasprodaju zlata i znatan pad njegove cene. Zbog velike nestabilnosti na tržištu, investitori su bili primorani da prodaju zlato kako bi pokrili gubitke na drugim pozicijama. Cene zlata je i dalje padala, pa je na kraju nedelje iznosila 1.689 dolara za uncu, što predstavlja i najnižu cenu u poslednjih sedam nedelja.

5. Nafta



Cena sirove nafte je pala na početku prvu nedelje izveštajnog perioda, zbog pritisaka nastalih strahom od svetske recesije i smanjene privredne aktivnosti u SAD i EU, s jedne strane, i neizvesnosti među zemljama proizvođačima i izvoznici (prevashodno Libije i Sirije) izazvanim stalnim nemirima, s druge. Silazni trend je trajao sve do srede, 14. septembra, kada je cena sirove nafte prvi put zabeležila rast nakon neprestanog pada tokom prethodna četiri dana. Tog dana, visoki zvaničnici Nemačke i Francuske su izjavili da će Grčka sigurno ostati deo zone evra i najavili da će uskoro biti predstavljen plan o uvođenju zajedničke obveznice EMU. Iako je deo investitora nastavio da očekuje bankrot Grčke, ovakve vesti su umirile finansijska tržišta širom sveta, pozitivno utičući na svetske berzanske indekse i cenu sirove nafte. Cena sirove nafte je još znatnije porasla u četvrtak, 15. septembra, kao rezultat pozitivne vesti da je ECB postigla dogovor sa ostalim centralnim bankama, uključujući FED, centralne banke Japana, Engleske i Švajcarske o dolarskim pozajmicama bankama u zoni evra, poboljšavajući likvidnost na tržištu. Dvodnevni uzlazni trend cene sirove nafte zaustavljen je u petak, 16. septembra. U toku dana cena je oscilirala, zbog različitih vesti koje su stizale na tržište, a dan je završila u blagom padu od 0,16%.

Negativni trend se, s još jačim intenzitetom, nastavio i na početku druge nedelje izveštajnog perioda. Negativne vesti vezane za krizu državnog duga u EU preplavile su tržište u ponedeljak 19. septembra, što je za posledicu imalo nagli pad vrednosti berzanskih indeksa i cene sirove nafte. Nakon blagog rasta u

utorak, 20. septembra, kada je napravljen pomak u pregovorima „Trojke“ s Grčkom, cena sirove nafte je imala negativni trend, koji je trajao do kraja izveštajnog perioda. Od srede 21. septembra do petka 23. septembra redale su se negativne vesti. Smanjenje predviđenog BDP-a u Italiji za 2011, 2012. i 2013. godinu, strah od preliivanja krize državnog duga, povećanje zaliha sirove nafte u SAD zbog smanjene privredne aktivnosti uticali su da cena sirove nafte padne u ovom periodu. Čak ni mera monetarne politike (poznatija kao „operacija twist“), kojom je FED planirao da produži ročnost svog portfolija, nije dala očekivane rezultate. Naime, ovo je dovelo samo do pada kamatnih stopa u SAD, ali nije uspelo da ubedi investitore da će ova monetarna mera osigurati i povećati privredni rast. Strah od recesije, povećanje zaliha u SAD, kriza u Evropi i manja privredna aktivnost koji su obeležili drugu nedelju izveštajnog perioda uticali su da cene sirove nafte padne na najniži nivo u poslednjih pet nedelja. Na kraju izveštajnog perioda cena nafte je iznosila 106,64 dolara po barelu.

6. Prognoze

6.1. Prognoze kretanja kursa EUR/USD

	Q4 2011	Q1 2012	Q2 2012	Q3 2011	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
Mediana	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 HSBC bank London	0,40%	0,90%	1,70%
II BNP Paribas	0,80%	–	2,50%
III Barclays bank London	0,95%	1,55%	2,50%
IV Commerzbank Frankfurt	2,80%	–	2,80%

Izvor: Bloomberg LP.

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

(procentni poeni)

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

Izvor: Bloomberg LP.