



**NARODNA BANKA SRBIJE**

SEKTOR ZA DEVIZNE POSLOVE  
ODELJENJE ZA UPRAVLJANJE DEVIZNIM REZERVAMA

**PREGLED DEŠAVANJA NA SVETSKOM  
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU  
OD 21. NOVEMBRA DO 2. DECEMBRA 2011**

## 1. Uvod

### Pregled i predviđanje referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

(u procentnim poenima)

|                                 | Referentna<br>kamatna<br>stopa | Poslednja<br>promena | Datum<br>poslednje<br>promene | Naredni<br>sastanak | Predviđanje |
|---------------------------------|--------------------------------|----------------------|-------------------------------|---------------------|-------------|
| <i>I. European central bank</i> | 1,25%                          | -0,25%               | 3. 11. 11.                    | 8. 12. 11.          | \           |
| <i>II. Federal reserves</i>     | 0-0,25%                        | -0,75%               | 16. 12. 08.                   | 13. 12. 11.         | \           |
| <i>III. Bank of England</i>     | 0,50%                          | -0,50%               | 5. 3. 09.                     | 8. 12. 11.          | \           |
| <i>IV. Bank of Canada</i>       | 1,00%                          | +0,25%               | 8. 9. 10.                     | 6. 12. 11.          | \           |
| <i>V. Swiss National bank</i>   | 0,00%                          | -0,25%               | 3. 8. 11.                     | 15. 12. 11.         | \           |
| <i>VI. Bank of Japan</i>        | 0,10%                          | -0,20%               | 19. 12. 08.                   | 21. 12. 11.         | \           |

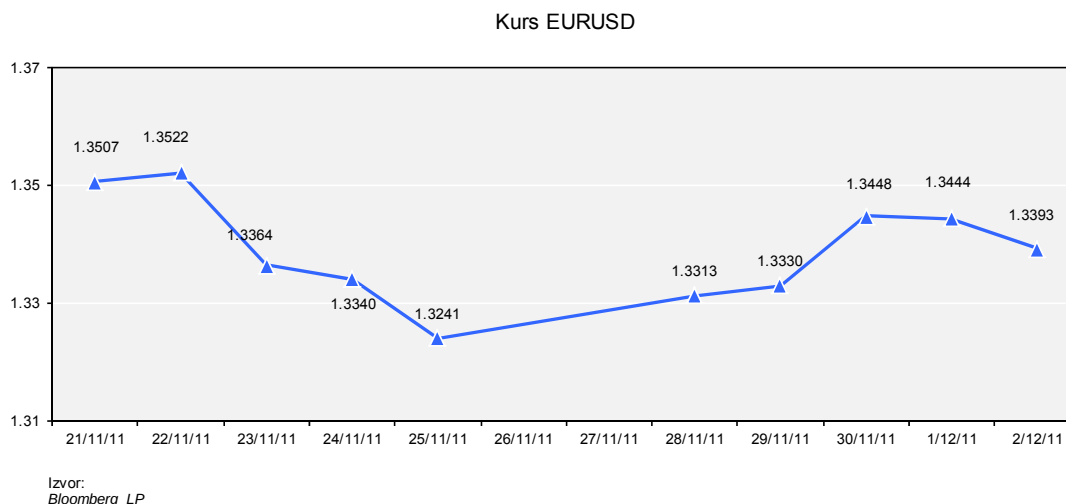
Izvor: Bloomberg LP.

Početak prve nedelje izveštajnog perioda obeležila su dešavanja u Španiji, gde je Narodna partija osvojila većinu glasova na izborima i lako formirala vladu. To, međutim, nije bilo dovoljno za stabilnost na tržištu, pa je visoki zvaničnik Narodne partije pozvao evropske institucije da pronađu način da zajednički održe državni dug i sačuvaju ga od buduće krize, pošto Španija ne može da nastavi da se finansira po stopi od 7%. Negativne vesti su bile dominantne i s druge strane Atlantika, gde „Superkomitet“ američkog kongresa nije uspeo da nađe zajedničko rešenje za smanjivanje budžetskog deficita. Zabrinutost tržišnih učesnika da će kriza unutar EMU imati ozbiljne posledice po svetski privredni rast nastavila je da snažno utiče na tržište. Američko tržište je u četvrtak 24. novembra bilo zatvoreno zbog obeležavanja Dana zahvalnosti, državnog praznika, zbog čega je trgovanje svim oblicima aktive bilo znatno manje. Rejting agencija S&P je u petak snizila kreditni rejting Belgije (jedan stepen) i zadržala negativne izglede za budućnost, a nakon toga su se političke partije te zemlje složile oko smanjenja budžetskog deficita i uvođenja strukturnih reformi penzionog sistema i tržišta rada. Spekulacije da bi Francuska i Nemačka mogle obezbediti brzu i ozbiljnu fiskalnu integraciju između zemalja zone evra i osigurati put evroobveznici, za koju mnogi veruju da bi sačuvala opstanak evrobloka i dovela do rešenja dvogodišnje dužničke krize u Evropi, povratila je poverenje tržišnih učesnika. Na američkom tržištu, prodaja robe tokom „crnog petka“ (dan posle Dana zahvalnosti, poznat kao jedan od ključnih dana za trgovce) zabeležila je najveći rast od 2007. godine, a u odnosu na prošlu godinu za 6,6%. To je bio pozitivan pokazatelj da potrošnja u SAD, uprkos krizi, i dalje postoji.

Vraćanje poverenja tržišnih učesnika u to da će politički lideri u Evropi uspeti da „ožive“ tržišta i zaustave eskalaciju krize obeležilo je početak druge nedelje izveštajnog perioda i konačno uticalo na znatan rast glavnih berzanskih indeksa širom sveta. Nemački ministar Wolfgang Šojble je izjavio da će kancelarka Angela Merkel predložiti oštrije budžetske mere, kako bi sve zemlje svoj dug svele na maksimalno 60% BDP-a. Na tržištu se takođe pojavila vest da će MMF pomoći Italiju sa 600 milijardi dolara, koja je, iako ubrzo demantovana, ohrabрила investitore. Američki predsednik Barak Obama izjavio je da je SAD spremna da da svoj doprinos rešavanju evropske dužničke krize, zbog ogromnog uticaja koji to pitanje ima na SAD. Rejting agencija *Fitch* je potvrdila najviši, AAA, kreditni rejting SAD, ali s negativnim izglede, nakon što komitet američkog Kongresa nije uspeo da se složi oko mera kojima bi

se budžetski deficit smanjio za najmanje 1.200 milijardi dolara. U utorak je objavljen indeks poverenja potrošača SAD od 56,0 naspram očekivanih 44,0 dok je na evropskom kontinentu poverenju tržišnih učesnika doprinela tražnja za italijanskim obveznicama na aukciji, koja je bila znatno veća od očekivane. Rejting agencija S&P počela je da primenjuje novi kriterijum za određivanje rejtinga bankama, prema kome je smanjen rejting petnaest velikih kompanija iz bankarskog sektora, među kojima i *UBS*, *Citigroup*, *Wells Fargo*, *Goldman Sachs*, *Morgan Stanley*, *JPMorgan*, *BoA*, *Barclays*, *HSBC* i *RBS*. Evropska centralna banka i centralne banke Amerike, Engleske, Japana, Kanade i Švajcarske su, 30. novembra, donele zajedničku odluku o smanjenju kamatne stope po kojoj FED obezbeđuje dolarsku likvidnost za 50 bazičnih poena. ECB je istog dana smanjila stopu po kojoj vrši pozajmice članicama evropske monetarne unije (EMU), sa 20% na 12%. Ta akcija, koja je imala cilj da osigura da finansijska tržišta pogođena dužničkom krizom imaju dovoljno sredstava, smanjila je averziju investitora prema riziku. U četvrtak su objavljeni pokazatelji koji govore o slabljenju industrijske proizvodnje u Nemačkoj, Francuskoj i Engleskoj (*PMI Manufacturing*), dok su podaci za američko tržište bili različiti – s jedne strane podatak o broju onih koji se prvi put javljaju za socijalnu pomoć (*Initial Jobless Claims*) veći i od prošlomesečne i od očekivane vrednosti, a s druge indeks proizvodnih delatnosti (*ISM Manufacturing*) bolji od očekivanog. U petak su u Italiji izglasane mere štednje za period od 2012. do 2014. godine u visini od 30 milijardi evra, od kojih će 10 milijardi biti vraćeno privredi da bi se podstakao rast. Prema pisanju nekih medija, ECB planira da obezbedi finansijsku injekciju vrednu 1.000 milijardi evra za zonu evra, ali i da udvostruči dosadašnji program SMP, uz jasnije definisanje učešća MMF-a u rešavanju krize u EMU. Ostaje da se vidi koje će sve mere evropski lideri preduzeti na samitu EU zakazanom za sledeću nedelju.

## 2. Kurs EUR/USD



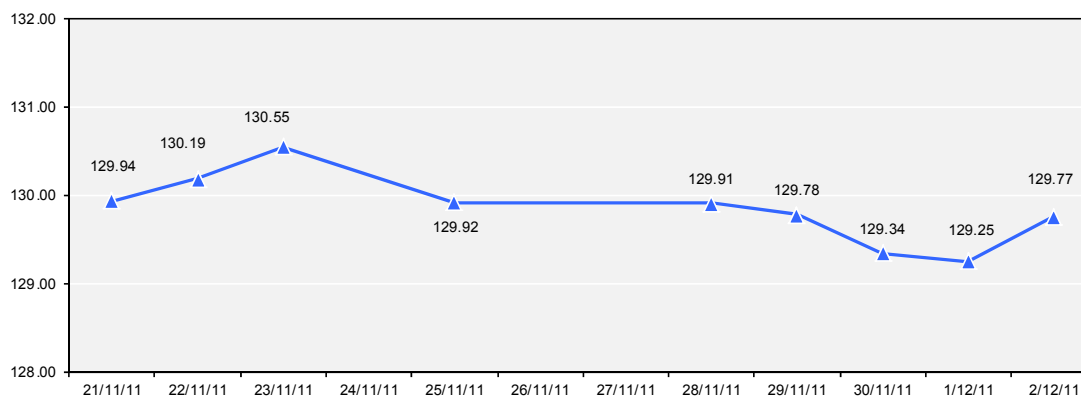
Na početku prve nedelje izveštajnog perioda evro je zabeležio blag rast vrednosti prema američkom dolaru zahvaljujući oporavku evropskog tržišta obveznica (uzdrmanog zbog upozorenja rejting agencije *Moody's* povodom visoke cene zaduživanja, pre svega na francuske državne obveznice), kao i neuspehu „Superkomiteta“ američkog kongresa da nađe rešenje za smanjenje deficita SAD. Ali od srede, 23. novembra, pa sve do kraja prve nedelje izveštajnog perioda evro slabi u odnosu na američki dolar. Najveći pad zabeležen je u sredu, kada su tenzije na tržištu vezane za krizu državnog duga EMU pojačane usled nedostatka novih mera evropskih vlada i institucija koje bi sprečile dalje širenje krize. Negativan trend je nastavljen i tokom četvrtka, kada je rejting agencija *Fitch* smanjila kreditni rejting Portugala za jedan stepen (na nivo spekulativnih hartija) upravo na dan kada je održan veliki štrajk protiv mera štednje. Evro je takođe oslabio zbog javnog stava nemačke kancelarke Angele Merkel protiv izdavanja zajedničkih „evroobveznica“, kao i zbog zajedničkog stava zvanične Francuske i Nemačke da ne komentarišu buduće mere i ulogu ECB-a u vezi s dužničkom krizom.

Početak druge nedelje izveštajnog perioda obeležila su velika kolebanja kursa EUR/USD, izazvana napisima italijanskog lista *La Stampa*, koji su pokrenuli spekulacije da će MMF morati da spasava italijansku privredu. Ipak, nakon odbacivanja tih spekulacija evro je zabeležio blag rast u odnosu na američki dolar na kraju ponedeljka. Sličan trend nastavljen je i tokom naredna dva dana, da bi u sredu, 30. novembra, evro skočio kada je inicijalno rejting agencija S&P smanjila kreditni rejting najvećim američkim bankama (*Bank of America, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley*), što je za sobom povuklo pad cena akcija na berzama. Tokom popodneva istog dana, američki FED i ostale centralne banke objavile su nove mere za poboljšanje likvidnosti, koje su dodatno doprinele rastu vrednosti evra. Tokom četvrtka nije primetna velika promena kursa EUR/USD, iako su uspešne aukcije španskih i francuskih državnih obveznica prihvaćene kao pozitivan znak unutar EMU. Evro je poslednjeg dana izveštajnog perioda zabeležio blag pad u odnosu na dolar i završio na nivou od 1,3393 američkih dolara za evro.

### 3. Tržište hartija od vrednosti

#### 3.1. Državne obveznice SAD

Cena fjučersa na desetogodišnje državne obveznice SAD



Izvor:  
Bloomberg LP

Cene državnih obveznica SAD, na početku prve nedelje izveštajnog perioda, zabeležile su blag rast, najviše zbog političkih i ekonomskih tenzija oko dužničke krize unutar EMU. Iako su makroekonomski pokazatelji privrede SAD većim delom ispunili tržišna očekivanja (najznačajniji su se ticali tržišta rada – *Continuing Claims* i ličnih primanja – *Personal Income*), to nije rezultiralo padom cena državnih hartija od vrednosti. Štaviše, cene državnih obveznica SAD beležile su rast sve do četvrtka, 24. novembra, kada su finansijska tržišta bila zatvorena zbog Dana zahvalnosti. Prodaja robe tokom „crnog petka“ (najvažnijeg dana za trgovce u SAD) zabeležila je najveći rast još od 2007. godine (6,6% u odnosu na 2010. godinu), što je bila potvrda da, uprkos ekonomskoj krizi, potrošnja u SAD i dalje postoji. To, uz pozitivne političke vesti iz Evrope i nadu da će Francuska i Nemačka obezbediti brzu i ozbiljnu fiskalnu integraciju unutar EMU, imalo je za rezultat pad cena državnih hartija od vrednosti SAD tokom petka.

Druge nedelje izveštajnog perioda, cene državnih obveznica SAD bile su u blagom, ali konstantnom padu. Kako zbog makroekonomskih pokazatelja koji su bili bolji nego što su tržišni učesnici očekivali (indeks poverenja potrošača – *Consumer Confidence* i pokazatelj prodaje novih porodičnih kuća i drugih stambenih jedinica – *New Home Sales*), tako i zbog dogovora američkog FED-a i ostalih centralnih banaka oko novih mera za poboljšanje likvidnosti, cene državnih hartija od vrednosti su beležile pad zaključno s četvrtkom, 1. decembrom. Poslednjeg dana izveštajnog perioda iskazale su neočekivan rast. Iako su dva podatka vezana za tržište rada – broj novih radnih mesta bez sektora poljoprivrede (*Change in Nonfarm Payrolls*) i stopa nezaposlenosti (*Unemployment Rate*) ispunila očekivanja tržišnih učesnika, to nije bilo dovoljno da umiri investitore koji su se okrenuli kupovini američkih državnih hartija prevashodno zbog straha od dužničke krize unutar EMU.

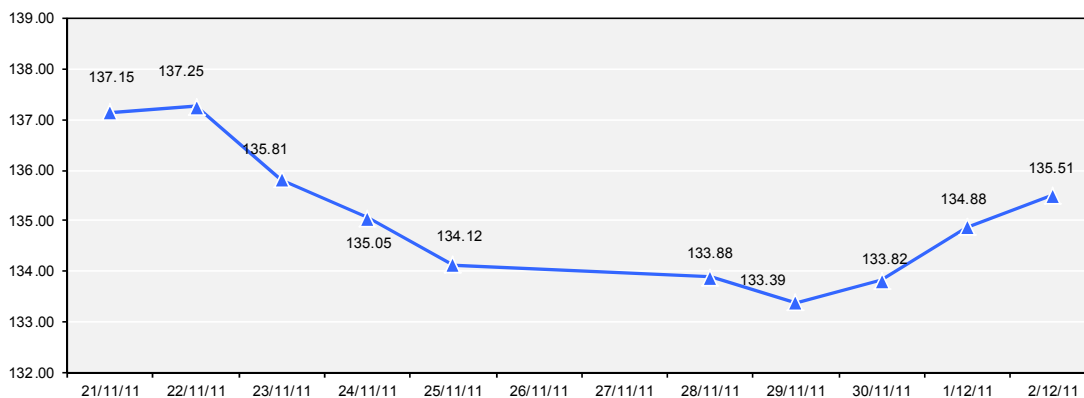
### Značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD

|                                                                                | Period   | Očekivani podatak | Aktuelni podatak | Prethodni podatak |
|--------------------------------------------------------------------------------|----------|-------------------|------------------|-------------------|
| I. Indeks ličnih primanja<br>( <i>Personal Income</i> , 23. 11. 2011)          | Oktobar  | 0,3%              | 0,4%             | 0,1%              |
| II. Indeks poverenja potrošača<br>( <i>Consumer Confidence</i> , 29. 11. 2011) | Novembar | 44,0              | 56,0             | 39,8              |
| III. Stopa nezaposlenosti<br>( <i>Unemployment Rate</i> , 2. 12. 2011)         | Novembar | 9,0%              | 8,6%             | 9,0%              |

Izvor: Bloomberg LP.

### 3.1. Državne obveznice Nemačke

Cena fjučersa na desetogodišnje nemačke obveznice



Izvor:  
Bloomberg LP

Neizvesnost na finansijskim tržištima i zabrinutost tržišnih učesnika okrenule su investitore sigurnijim oblicima aktive, pa su prinosi nemačkih državnih obveznica zbog veće potražnje, na početku ovog izveštajnog perioda, zabeležili pad. Cena desetogodišnje nemačke obveznice je sredinom nedelje počela da pada, dok su njeni prinosi naročito porasli posle izuzetno slabe potražnje na aukciji desetogodišnje nemačke benčmark obveznice. Neuspela aukcija je protumačena kao znak da i najjače ekonomije nisu imune na širenje dužničke krize. Takođe, zabeleženo je znatno povećanje razlike u prinosima (spreadova) između nemačkih i obveznica perifernih zemalja zone evra. Spekulacije da će lideri Francuske i Nemačke uspeti da uspostave fiskalnu uniju i otvore put zajedničkoj obveznici odrazile su na povećano poverenje investitora. Povećana otvorenost investitora prema rizičnijoj aktivni uticala je na smanjenu tražnju za nemačkom sigurnom aktivom i pad njene cene.

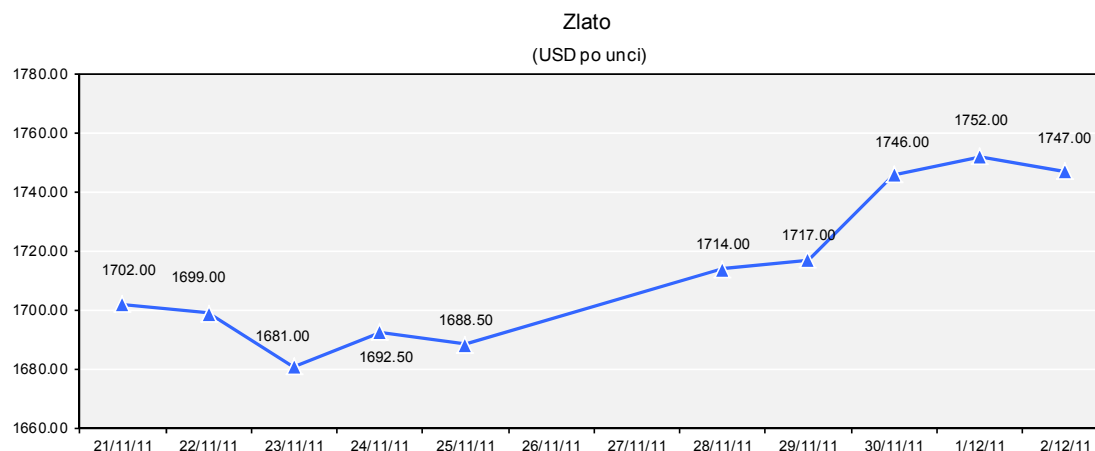
Rast prinosa desetogodišnjih nemačkih državnih obveznica, zbog nade investitora da bi kriza uskoro mogla biti zaustavljena merama političkih lidera Evrope, obeležio je početak druge nedelje izveštajnog perioda. Istovremeno su smanjene razlike u troškovima zaduživanja među zemljama EMU. U sredu, 30. oktobra, cena desetogodišnjih nemačkih obveznica je blago porasla, a takav trend se zadržao sve do kraja izveštajnog perioda. Objavljeni pokazatelji slabljenja privrede vodećih zemalja EU uticali su na povećanu averziju investitora i potražnju za nemačkim obveznicama, čiji su prinosi nastavili da padaju do kraja nedelje.

### Značajni pokazatelji privredne aktivnosti zemalja Evropske monetarne unije

|                                                                                                     | Period   | Očekivani podatak | Aktuelni podatak | Prethodni podatak |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------|-------------------|------------------|-------------------|
| I. Indeks proizvodne aktivnosti Nemačke<br>(GE PMI Manufacturing (survey), MoM, 23. 11. 2011)       | Novembar | 48,5              | 47,9             | 49,1              |
| II. Poverenje u sektor industrije zone evra<br>(Euro-Zone Industrial Confidence, MoM, 29. 11. 2011) | Novembar | -7,6              | -7,3             | -6,6              |

Izvor: Bloomberg LP.

## 4. Zlato

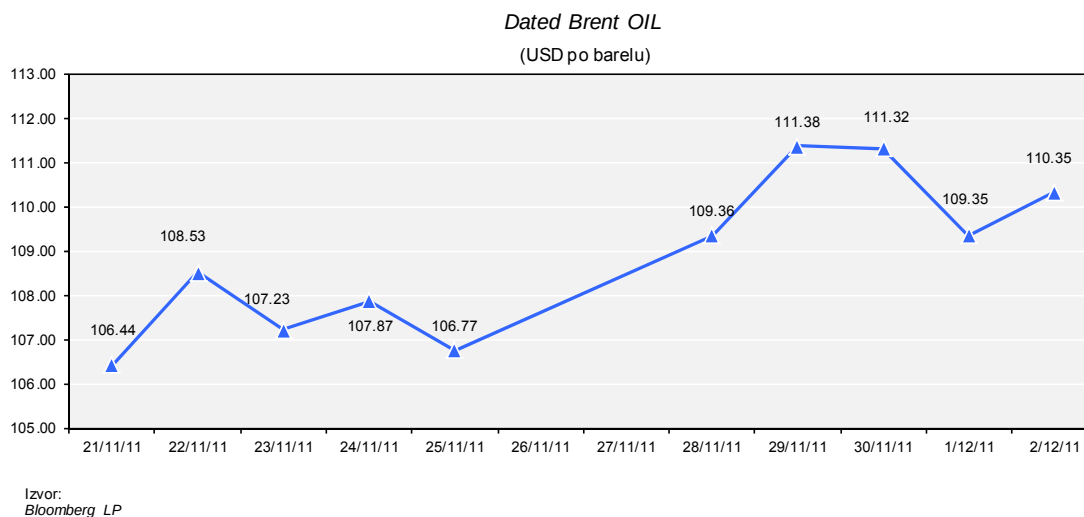


Izvor:  
Bloomberg LP i "LBMA"

Pad cene zlata zbog inicijalnog jačanja američkog dolara obeležio je početak prve nedelje izveštajnog perioda. Dolar je oslabio tokom dana. Cena zlata, međutim, nije ispratila taj trend, pa je prvi dan završila s gubitkom. Negativan trend je nastavljen i u naredna dva dana. Najveći pad je zabeležen u sredu, 23. novembra, kada su i cene druge berzanske robe (uključujući naftu i srebro) opale. Veći pad cene zlata je zaustavljen, jer su tržišni učesnici iskoristili priliku da zlato kupe po ceni koja je bila na relativno niskom nivou (*dip buying*). Cena se donekle oporavila u četvrtak kako zbog velike potražnje u Aziji, tako i zbog smanjenja kreditnog rejtinga Mađarske i Portugala. Međutim, u petak, 25. novembra, cena je ponovo izgubila na vrednosti (kao i cene druge berzanske robe), prvenstveno zbog jačanja dolara prema evru usled rasta tenzije oko dužničke krize u EMU.

Prateći većinu drugih oblika aktive, cena zlata je na početku druge nedelje izveštajnog perioda, nakon smanjenja zabrinutosti investitora oko kreditne krize u EMU, naglo porasla. Posle mirovanja, u utorak je cena porasla za dodatna 2% kao rezultat dogovora centralnih banaka oko novih mera likvidnosti (koje su, između ostalog, dovele do pada vrednosti američkog dolara u odnosu na evro). Pozitivan trend rasta se nastavio i u četvrtak, 1. decembra. Poslednjeg dana izveštajnog perioda cena zlata je zabeležila gubitak nakon boljih nego očekivanih pokazatelja nezaposlenosti u SAD. To je okrenulo investiture prema rizičnijim oblicima aktive, a cena zlata je dan završila s gubitkom – na nivou od 1.747,00 USD/oz.

## 5. Nafta



Cena sirove nafte zabeležila je početkom prve nedelje izveštajnog perioda pad, pre svega pod uticajem negativnih vesti sa obe strane Atlantika. U utorak, 22. novembra, cena je porasla na 108,53 dolara po barelu, što je bila i najveća vrednost prve nedelje izveštajnog perioda. Strahovanje da će kriza u EMU ostaviti posledice na svetski privredni rast uticalo je na smanjenu potražnju za sirovom naftom i pad njene cene. Objavljeni podaci za novembar o poslovnoj klimi i očekivanjima u Nemačkoj (*IFO – Business Climate* i *IFO – Expectations*) uticali su na blag rast cene. Cena nafte na svetskom tržištu je u petak, i pored smanjene tenzije među investitorima, zabeležila pad.

Povećana tražnja za naftom je, posle pozitivne reakcije tržišta na spekulacije o mogućem zaustavljanju širenja krize, obeležila drugu nedelju izveštajnog perioda. Povećani optimizam na tržištima Evrope i Amerike, kao i slabljenje dolara prema evru, uticali su na rast cene, prateći na taj način kretanja glavnih berzanskih indeksa. Rast cene u sredu, 30. novembra, nakon zajedničke akcije centralnih banaka i znatnijeg slabljenja dolara, nije bio dovoljan da nadomesti pad u prvom delu dana, pa je na kraju dana cena sirove nafte bila u blagom padu. Takav trend je nastavljen i narednog dana, pošto je *Goldman Sachs* upozorio na mogućnost naglog pada u tražnji, zbog pokazatelja koji ukazuju na usporavanje evropske privrede. Poslednjeg dana izveštajnog perioda cena nafte je prekinula negativan trend i porasla skoro 1%, zbog očekivanja pozitivnog ishoda EU samita zakazanog za sledeću nedelju, dostižući vrednost od 110,35 dolara po barelu.

## 6. Prognoze

### 6.1. Prognoze kretanja kursa EUR/USD

|                            | Q1<br>2012. | Q2<br>2012. | Q3<br>2012. | Q4<br>2012. | Q4<br>2013. | Q4<br>2014. | Q4<br>2015. | Q4<br>2016. |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Maksimum                   | 1,43        | 1,45        | 1,46        | 1,48        | 1,48        | 1,50        | 1,52        | 1,50        |
| Medijana                   | 1,31        | 1,32        | 1,36        | 1,35        | 1,30        | 1,35        | 1,29        | 1,39        |
| Minimum                    | 1,20        | 1,18        | 1,16        | 1,14        | 1,20        | 1,26        | 1,26        | 1,25        |
| <i>CIBC</i>                | 1,31        | 1,28        | 1,27        | 1,26        | 1,25        | –           | –           | –           |
| <i>Credit Suisse Group</i> | 1,24        | 1,26        | 1,26        | 1,26        | 1,26        | 1,26        | 1,42        | 1,39        |
| <i>Credit Agricole</i>     | 1,31        | 1,28        | 1,27        | 1,26        | 1,25        | –           | –           | –           |
| <i>BNP Paribas</i>         | 1,28        | 1,35        | 1,40        | 1,40        | 1,30        | –           | –           | –           |
| <i>Morgan Stanley</i>      | 1,25        | 1,23        | 1,21        | 1,20        | 1,27        | 1,33        | –           | –           |
| <i>Nordea Bank</i>         | 1,30        | 1,25        | –           | 1,20        | 1,20        | –           | –           | –           |
| <i>HSBC</i>                | 1,40        | 1,42        | 1,44        | 1,44        | –           | –           | –           | –           |
| <i>Nomura</i>              | 1,20        | 1,20        | 1,23        | 1,25        | 1,30        | –           | –           | –           |
| <i>Societe Generale</i>    | 1,30        | 1,33        | 1,36        | 1,40        | –           | –           | –           | –           |
| <i>Rabobank</i>            | 1,35        | 1,41        | 1,46        | 1,48        | –           | –           | –           | –           |
| <i>RBS</i>                 | 1,28        | 1,33        | 1,36        | 1,39        | –           | –           | –           | –           |
| <i>Wells Fargo</i>         | 1,30        | 1,28        | 1,26        | 1,24        | –           | –           | –           | –           |

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

(u procentnim poenima)

|                                  | 2Y    | 5Y    | 10Y   |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| <i>I. HSBC bank London</i>       | 0,30% | 1,10% | 2,30% |
| <i>II. BNP Paribas</i>           | 0,45% | –     | 2,00% |
| <i>III. Barclays bank London</i> | 0,35% | 1,00% | 2,00% |
| <i>IV. UniCredit</i>             | 1,05% | 1,75% | 2,60% |

Izvor: Bloomberg LP.

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

(u procentnim poenima)

|                                  | 2Y    | 5Y    | 10Y   |
|----------------------------------|-------|-------|-------|
| <i>I. HSBC bank London</i>       | 0,20% | 0,90% | 1,90% |
| <i>II. BNP Paribas</i>           | 0,20% | –     | 2,50% |
| <i>III. Barclays bank London</i> | 0,25% | 1,30% | 2,75% |
| <i>IV. UniCredit</i>             | 0,25% | 1,20% | 2,50% |

Izvor: Bloomberg LP.