



NARODNA BANKA SRBIJE

SEKTOR ZA DEVIZNE POSLOVE
ODELJENJE ZA UPRAVLJANJE DEVIZNIM REZERVAMA

**PREGLED DEŠAVANJA NA SVETSKOM
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**

5 – 16. decembar 2011.

Decembra 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
1. Evropska centralna banka	1,00%	-0,25%	8. 12. 11.	8. 1. 12.	\
2. Federalne rezerve	0-0,25%	-0,75%	16. 12. 08.	25. 1. 12.	\
3. Banka Engleske	0,50%	-0,50%	5. 3. 09.	12. 1. 12.	\
4. Banka Kanade	1,00%	+0,25%	8. 9. 10.	17. 1. 12.	\
5. Švajcarska nacionalna banka	0,00%	-0,25%	3. 8. 11.	15. 3. 12.	\
6. Banka Japana	0,10%	-0,20%	19. 12. 08.	21. 12. 11.	\

Izvor: Bloomberg LP.

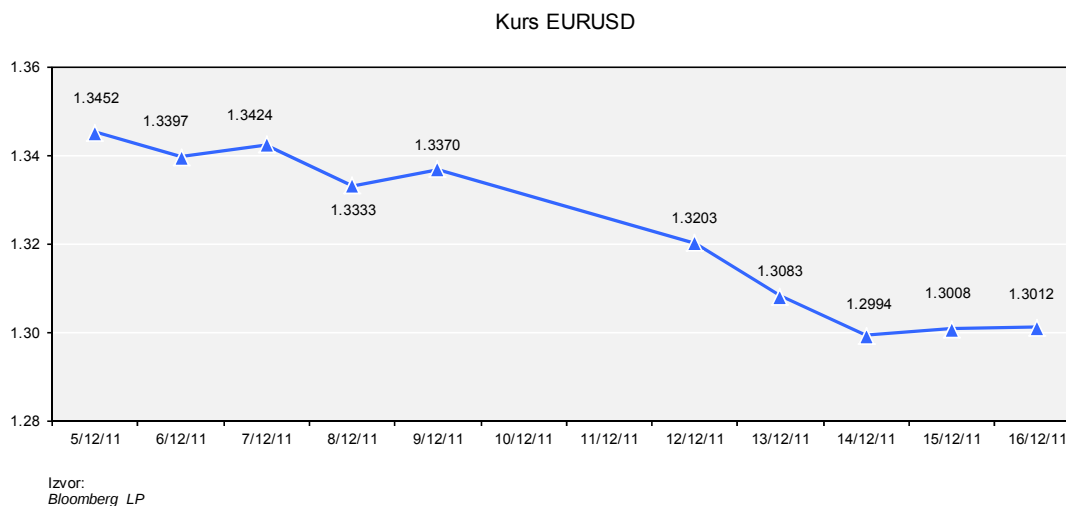
Nada da politički lideri uspešno rade na pronalaženju rešenja dužničke krize Evropske monetarne unije (EMU) raspršena je nakon upozorenja agencije za kreditni rejting S&P da je moguće smanjenje kreditnog rejtinga 15 zemalja zone evra. Ova agencija je ocenila da sve zemlje članice EMU imaju negativne kreditne izglede i dodelila im je status *credit watch negativ*, koji ukazuje da su šanse za smanjenje njihovog kreditnog rejtinga tokom naredna tri meseca najmanje 50%. Najviši (AAA) kreditni rejtingi Nemačke, Holandije, Finske, Austrije, Luksemburga, kao i AA+ kreditni rejting Belgije, mogu biti smanjeni za jedan stepen, dok Francuski kreditni rejting (takođe AAA), zajedno s rejtingima ostalih zemalja članica EMU, može biti smanjen za dva stepena. Grčka je iz ove odluke izuzeta, dok Kipar već ima negativan kreditni izgled. Mogućnost revidiranja odluke najavljena je nakon održavanja samita EU, zakazanog za 8. i 9. decembar, sa akcentom na tri ključne oblasti – politička odlučnost, sposobnost vlada da obezbede eksternu likvidnost i monetarna fleksibilnost. Agencija S&P je već narednog dana dala negativan kreditni izgled i Evropskom fondu za finansijsku stabilnost (EFSF), a dan nakon toga i velikom broju evropskih banaka, što je dodatno uznemirilo investitore. U četvrtak, 8. decembra, Evropska centralna banka (ECB) smanjila je (na redovnom mesečnom zasjedanju) referentnu kamatnu stopu za 0,25% – na 1%, kao što se i očekivalo među tržišnim učesnicima. Smanjena je takođe stopa na depozitne olakšice – na 0,25% i stopa na kreditne olakšice – na 1,75%. Uz to, donet je niz mera koje treba bankama da olakšaju pristup likvidnim sredstvima, među kojima su najvažnije dve – operacije dugoročnog refinansiranja ročnosti tri godine i smanjenje stope obavezne rezerve sa 2% na 1%. Istog dana je počeo i dvodnevni samit EU, na kome je doneta odluka da članice zone evra obezbede 200 milijardi evra koje bi MMF koristio kao fond za pomoć problematičnim evropskim zemljama, s ciljem davanja jasnog signala investitorima o sposobnosti država EU da savladaju krizu. Centralne banke država EMU će prvi put izdvojiti 150 milijardi evra, dok će ostatak (50 milijardi) izdvojiti članice EU koje nisu u zoni evra. U prvi mah, reakcija tržišnih učesnika je bila negativna jer su očekivali konkretnije mere kojima bi se podstakao privredni rast. Međutim, izjave političkih zvaničnika po završetku samita, među kojima i nemačke kancelarke Angele Merkel da postignuti sporazum (iz koga je V. Britanija odlučila da izostane) postavlja EU „na put dugoročno stabilnog evra”, doprinele su jačanju poverenja investitora.

Agencije za kreditni rejting, međutim, nisu bile zadovoljne ishodom samita EU. Rejting agencija *Fitch* je istakla da je nedostatak sveobuhvatnog rešenja pojačao kratkoročni pritisak na rejting državnog

duga zemalja zone evra, dok je *Moody's* objavio mogućnost smanjenja rejtinga osam španskih banaka i ponovno ocenjivanje svih članica EU.

Na američkom tržištu je u utorak, 13. decembra, najveću pažnju privukao poslednji sastanak FOMC-a (*The Federal Open Market Committee*) ove godine, na kome nije bilo promena kamatne stope, ali je predsedavajući FED-u Ben Bernanke rekao da se zbog dužničke krize u EMU i nezaposlenosti u SAD od 8,6% mogu očekivati nove mere centralne banke u narednim mesecima. Predstavnici FED-a su izjavili da, uprkos usporavanju svetskog privrednog rasta, američka privreda održava skroman rast i da tržišni pokazatelji ukazuju na poboljšanje na tržištu rada. Dan kasnije Ben Bernanke je pred američkim senatorima izjavio da FED nema prava, a ni nameru, da dodatno MMF-u obezbeđuje sredstva za pomoć evropskim bankama i zemljama. U četvrtak, 15. decembra, najjači uticaj na tržište imali su objavljeni makroekonomski indikatori za decembar, koji su i na američkom (poslovni izgledi – *Philadelphia Fed Business Outlook* i indeks proizvodnje za državu Njujork – *Empire State Manufacturing*) i na evropskom tržištu (indeks proizvodne aktivnosti i sektora usluga u Nemačkoj – *PMI Manufacturing* i *PMI Services*) bili bolji nego što su to analitičari predviđali. Rejting agencije su nastavile da revidiraju svoje prognoze i ocene državnog duga članica EMU. Agencija *Fitch* je smanjila rejting osam banaka, *Bank of America*, *Citigroup* i *Goldman Sachs* sa A+ na A, *Barclays* i *Credit Suisse* na A sa AA– i *BNP* i *Deutsche Bank* na A+ sa AA–, sutradan je dodala i Francusku na listu evropskih zemalja s negativnim kreditnim izgledom (gde se već nalaze Španija, Italija, Belgija, Slovenija, Irska i Kipar), dok je rejting agencija *Moody's* reagovala smanjivši kreditni rejting Belgije za dva stepena, na Aa3, s negativnim izgledom.

2. Kurs EUR/USD



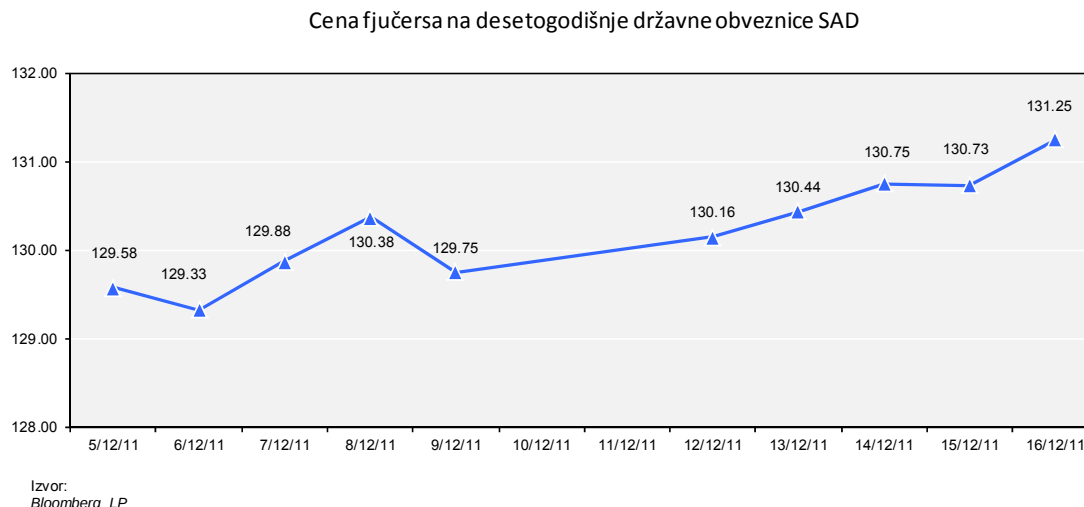
Evro je na početku prve nedelje izveštajnog perioda zabeležio pad vrednosti u odnosu na američki dolar, zbog reakcije tržišta na odluku rejting agencije *S&P* da odredi negativne kreditne izgleda (*creditwatch negative*) za 15 evropskih država (uključujući i Nemačku), uz napomenu da sistemski problemi u Uniji ugrožavaju državni dug svih članica. Nakon prvobitnog pada vrednosti evra, kurs EUR/USD je mirovao do sastanka ECB-a, kada je referentna kamatna stopa smanjena za 0,25% i kada su predstavljene nove mere za poboljšanje likvidnosti unutar EMU. Uz to, prve vesti sa samita EU, održanog 8. i 9. decembra, nisu ispunile očekivanja tržišnih učesnika, što je takođe negativno uticalo na vrednost evra u odnosu na američki dolar. Samit EU i izjave političkih zvaničnika posle njegovog završetka doprineli su jačanju poverenja investitora. Pozitivan uticaj na vrednost evra imala je i odluka kineske centralne banke da formira novo telo koje će upravljati fondom od 300 milijardi dolara za investicije u EMU i SAD.

Početak druge nedelje izveštajnog perioda obeležio je veliki pad vrednosti evra u odnosu na američki dolar, pre svega zbog reakcija agencija za kreditni rejting nezadovoljnih konačnim odlukama sa samita EU. Usledile su najave dodatnog smanjivanja kreditnog rejtinga državnog duga članica EMU, kao i banaka iz tih zemalja, koje su imale negativan efekat na poverenje u valutu EMU. Evro je najniži nivo

zabeležio u sredu, 14. decembra, kada je kurs bio ispod 1,3000 američkih dolara za evro. Na to je uticala izjava predsedavajućeg FED-u da FED nema ni prava ni nameru da dodatno obezbeđuje sredstva MMF-u za pomoć EMU. I pored toga što su agencije za kreditni rejting nastavile da revidiraju svoje prognoze i ocene državnog duga članica EMU, dodatno stvarajući tenzije na tržištu, krajem druge nedelje izveštajnog perioda kurs EUR/USD je mirovao i završio na nivou od 1,3012 američkih dolara za evro.

3. Tržište hartija od vrednosti

3.1. Državne obveznice SAD



Cene državnih obveznica SAD su na početku prve nedelje izveštajnog perioda zabeležile blag pad budući da su se investitori okrenuli malo rizičnijoj vrsti aktive, prvenstveno akcijama (svi vodeći berzanski indeksi su tokom prvog dana izveštajnog perioda zabeležili rast vrednosti), zbog pozitivnih vesti iz Italije, koja je odobrila hitan paket mera štednje u vrednosti od 30 milijardi evra. Međutim, od tog momenta cene državnih obveznica SAD počinju da beleže rast izazvan tenzijama unutar EMU. Prvo je rejting agencija S&P objavila negativne kreditne izglede za 15 evropskih država (uključujući i Nemačku), ističući da sistemski problemi unutar Unije ugrožavaju državni dug svih članica, zbog čega su se investitori okrenuli ka državnim hartijama od vrednosti SAD. Pored toga, prve vesti sa samita EU nisu ispunile očekivanja tržišnih učesnika, što je dodatno povećalo potražnju za američkim državnim obveznicama. Takav trend se zadržao do samog kraja nedelje, kada su na tržište stigli povoljni makroekonomski pokazatelji o ekonomiju SAD. Indeks poverenja potrošača Univerziteta u Mičigenu (*University of Michigan Confidence*), pre svega, bio je bolji nego što se očekivalo. Takođe, izjave političkih zvaničnika po završetku samita EU doprinele su stabilizaciji tržišta, pa su cene državnih hartija SAD pale.

Druge nedelje izveštajnog perioda, cene državnih obveznica SAD su konstantno rasle. Naime, rejting agencije nisu bile zadovoljne konačnim odlukama sa samita EU, pa su nastavile da najavljuju dodatno smanjivanje kreditnog rejtinga državnog duga članica EMU, kao i banaka iz tih zemalja. To je stvorilo dodatnu tenziju unutar EMU i okrenulo investiture ka državnim obveznicama SAD, koje su beležile rast cena sve do četvrtka, 14. decembra, kada su makroekonomski podaci s tržišta rada u SAD pozitivno iznenadili analitičare. Istog dana, predsedavajući FED-u je izjavio da FED nema ni prava ni nameru da MMF-u dodatno obezbeđuje sredstva za pomoć EMU. Ova izjava samo je privremeno zaustavila potražnju za državnim hartijama SAD (i dalji rast cena). Međutim, već sledećeg dana cene američkih državnih hartija su nastavile da rastu, pošto su rejting agencije *Moody's* i *Fitch* objavile nova smanjenja kreditnog rejtinga za pojedine zemlje EMU i preusmerile investitore koji traže sigurnost ka finansijskom tržištu SAD.

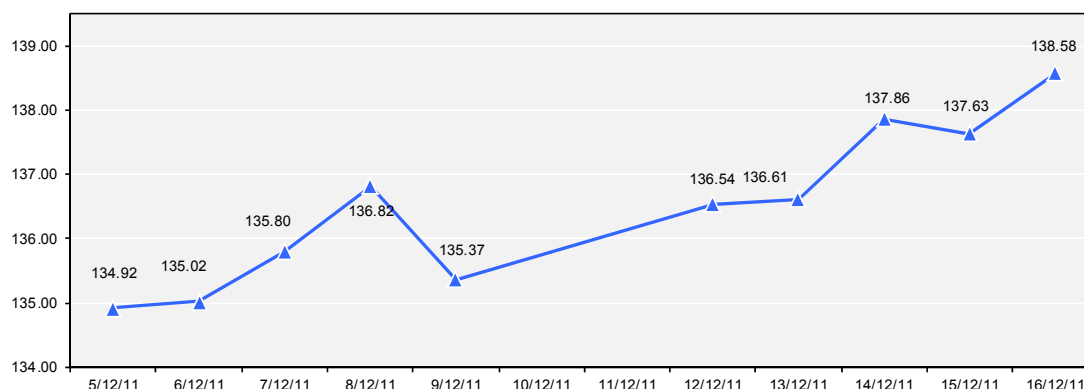
Značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
1. Indeks poverenja potrošača Univerziteta u Mičigenu (<i>University of Michigan Confidence</i> , 9. 12. 2011)	Decembar	65,8	67,7	64,1
2. Broj nezaposlenih koji se prvi put javljaju za socijalnu pomoć (<i>Initial Jobless Claims</i> , 15. 12. 2011)	Decembar	44,0	56,0	39,8

Izvor: Bloomberg LP.

3.1. Državne obveznice Nemačke

Cena fjučersa na desetogodišnje nemačke obveznice



Izvor:
Bloomberg LP

Prvi dan izveštajnog perioda obeležilo je poverenje tržišnih učesnika u sposobnost političkih lidera da reše probleme u Evropi, pa su investitori bili okrenuti rizičnijoj aktivni. Manja potražnja za sigurnim hartijama od vrednosti dovela je do blagog rasta prinosa nemačkih državnih obveznica. Odluka rejting agencije S&P da svim zemljama članicama EMU dodeli negativne izgleda za budući kreditni rejting rezultirala je većom tražnjom za nemačkim državnim obveznicama i padom njihovih prinosa. Kako je agencija S&P nastavila da daje negativne kreditne izgleda, najpre evropskom fondu *EFSS*, a potom i velikom broju evropskih banaka, rasla je averzija investitora prema riziku, kao i tražnja za sigurnim nemačkim hartijama. Trend rasta cena, odnosno pad prinosa državnih obveznica Nemačke, nastavljen je i u četvrtak, kada su se investitori, nezadovoljni vestima sa započetog samita, okrenuli sigurnoj aktivni. Po završetku samita, izjave zvaničnika doprinele su povećanju poverenja investitora, pa su nemačke državne obveznice poslednjeg dana prve nedelje izveštajnog perioda zabeležile pad cene, odnosno ostvarile rast u prinosima.

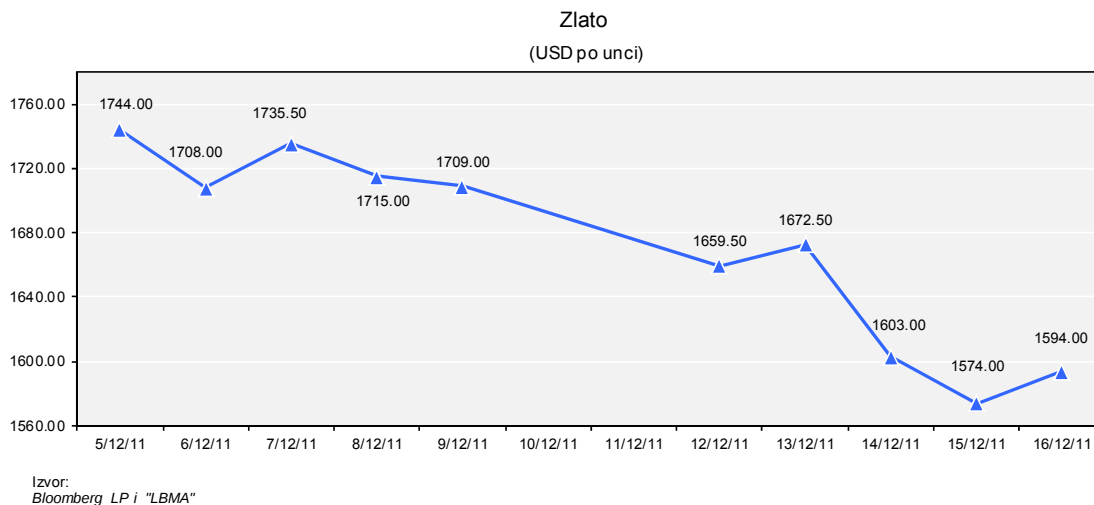
Negativne reakcije rejting agencija uticale su na porast razlike u prinosima italijanskih i španskih obveznica, s jedne strane, i nemačkih obveznica, s druge, kao i na ponovno okretanje investitora sigurnoj aktivni. Do kraja izveštajnog perioda na tržištima je ostala prisutna neizvesnost, a sigurnije investicije su i dalje kod investitora bile dominantne. Tome je, zajedno s nerešenim pitanjima u vezi s prošlonedeljnim samitom EU, znatno doprinela i izjava predsedavajućeg FED-u da FED neće dodatno obezbeđivati sredstva MMF-u za pomoć Evropi. Na aukciji španskih obveznica, 15. decembra, ostvarena je duplo veća prodaja dužničkih hartija od očekivane. Takođe, smanjene su razlike u prinosima nemačkih obveznica i obveznica perifernih zemalja zone evra, dok su prinosi na dvogodišnju nemačku obveznicu kao referentnu zabeležili pad tokom druge nedelje izveštajnog perioda, koji je kod desetogodišnje referentne nemačke hartije od vrednosti bio još izraženiji.

Značajni pokazatelji privredne aktivnosti zemalja Evropske monetarne unije

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
1. ZEW indeks ekonomskog poverenja u Nemačkoj, M/M (ZEW Germany Expectation of Economic Growth, MoM, 13. 12. 2011)	Decembar	-55,8	-53,8	-55,2
2. Indeks proizvodne aktivnosti zone evra (EC PMI Manufacturing, MoM, 15. 12. 2011)	Decembar	46,0	46,9	46,4

Izvor: Bloomberg LP.

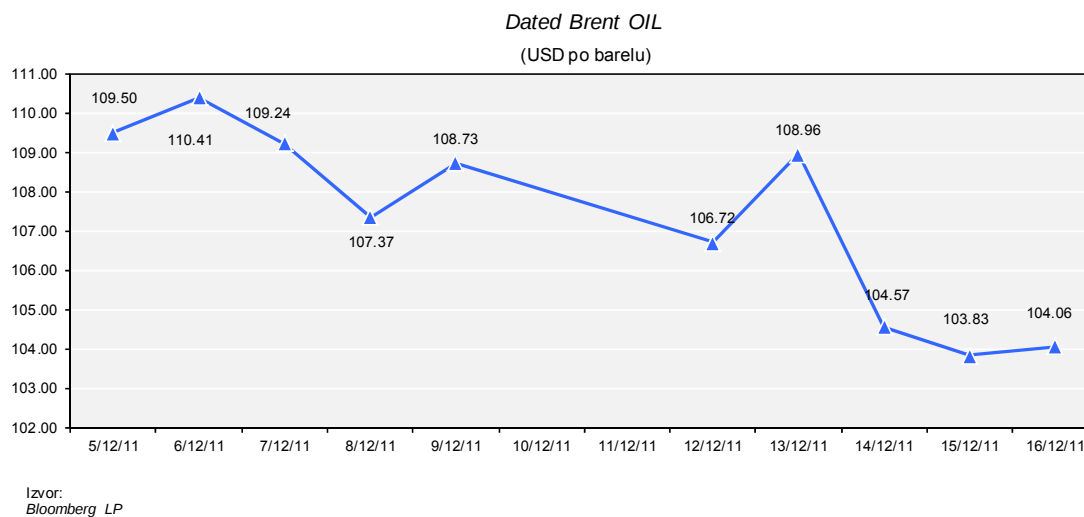
4. Zlato



Pad cena zlata obeležio je početak prve nedelje izveštajnog perioda. Pad cene bio je posledica jačanja američkog dolara u odnosu na evro, zbog negativnog kreditnog izgleda određenog broja evropskih država. U sredu, 7. decembra, dan posle pada cene zlata od preko 2%, pojavili su kupci koji su želeli da iskoriste relativno nisku cenu (*dip buyers*). Na taj način su pospešili potražnju i izazvali delimičan oporavak cene. Do kraja prve nedelje izveštajnog perioda cena zlata je padala. Najveći pad zabeležen je nakon sastanka ECB-a na kome su smanjena referentna kamatna stopa za 0,25% i predstavljene nove mere za poboljšanje likvidnosti unutar EMU. Vrednost američkog dolara u odnosu na evro naglo je porasla krajem nedelje, što se negativno odrazilo na cenu zlata.

Prateći većinu drugih oblika aktive, cena zlata je na početku druge nedelje izveštajnog perioda, zabeležila oštar pad, zbog zabrinutosti investitora oko kreditne krizu u EMU. Naime, kako EU samit nije ispunio optimistična očekivanja tržišnih učesnika (posebno način finansiranja plana pomoći), došlo je do jačanja američkog dolara i pada cena skoro svih berzanskih indeksa. Uz to se pojavila i bojazan da bi evropski institucionalni investitori mogli da krenu s prodajom svojih zaliha zlata kako bi obezbedili likvidnost. U utorak, 13. decembra, cena se delimično oporavila, jer su mnogi kupci pokušali da iskoriste momenat da zlato otkupe po relativno niskoj ceni. Međutim, već narednog dana cena je zabeležila oštar pad – preko 4%, zbog povećanja tenzija na tržištu zbog problema likvidnosti EMU i mogućnosti masovne rasprodaje zlata u slučaju da drugi oblik finansiranja evropskim bankama ne bude dostupan. Pad cene zlata ispod 1.550 dolara za uncu, u četvrtak, privukla je pažnju investitora, koji su povećali potražnju za ovim plemenitim metalom (i pored prisutnog straha od problema likvidnosti u EMU), pa je drugu nedelju izveštajnog perioda završila na nivou od 1.594,00 dolara.

5. Nafta



Cena nafte, prvog dana izveštajnog perioda, zabeležila je blag pad zbog odluke rejting agencije S&P da većini evropskih zemalja da negativne izglede za budući kreditni rejting. U utorak je cena sirove nafte blago opala, krećući se paralelno sa američkim berzanskim indeksima. Smanjena tražnja za sirovom naftom i pad njene cene za oko 1% zbog neizvesnosti na tržištu neposredno pred samit EU, obeležila je naredni dan. Takav trend je nastavljen i u četvrtak, posle vesti o merama koje EU planira da preduzme, a za koje su analitičari očekivali da budu konkretnije radi rešenja problema. Posle završetka samita i izjava visokih zvaničnika EU smanjena je averzije investitora prema riziku, pa je i potražnja za sirovom naftom porasla. Poslednjeg dana prve nedelje izveštajnog perioda naftom se trgovalo po ceni od 108,73 dolara po barelu.

Rejting agencije nezadovoljne konačnim odlukama sa EU samita, dodatno su svojim komentarima potresle i onako nesigurno tržište, pa je zabeležen drastičan pad tražnje za rizičnijom aktivom. U utorak, 13. decembra, cena je porasla preko 2%, a već dan kasnije pala za 4,58%. Pozitivni makroekonomski pokazatelji sa obe strane Atlantika, s jedne strane, i novi potezi rejting agencija u smeru smanjenja rejtinga bankama, s druge, dodatno su smanjili potražnju za naftom i doveli do blagog pada njene cene. Poslednjeg dana izveštajnog perioda cena sirove nafte je ostvarila manji rast i iznosila je 104,06 dolara.

6. Prognoze

6.1. Prognoze kretanja kursa EUR/USD

	Q1 2012.	Q2 2012.	Q3 2012.	Q4 2012.	Q4 2013.	Q4 2014.	Q4 2015.	Q4 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
CIBC	1,31	1,28	1,27	1,26	1,25	–	–	–
Credit Suisse Group	1,24	1,26	1,26	1,26	1,26	1,26	1,42	1,39
Credit Agricole	1,31	1,28	1,27	1,26	1,25	–	–	–
BNP Paribas	1,28	1,35	1,40	1,40	1,30	–	–	–
Morgan Stanley	1,25	1,23	1,21	1,20	1,27	1,33	–	–
Nordea Bank	1,30	1,25	–	1,20	1,20	–	–	–
HSBC	1,40	1,42	1,44	1,44	–	–	–	–
Nomura	1,20	1,20	1,23	1,25	1,30	–	–	–
Societe Generale	1,30	1,33	1,36	1,40	–	–	–	–
Rabobank	1,35	1,41	1,46	1,48	–	–	–	–
RBS	1,28	1,33	1,36	1,39	–	–	–	–
Wells Fargo	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 prvo tromesečje 2012. godine

(procentni poeni)

	2Y	5Y	10Y
1. HSBC bank London	0,50%	1,30%	2,25%
2. Commerzbank	0,40%	1,10%	2,00%
3. Barclays bank London	0,35%	1,00%	2,00%
4. UniCredit	0,40%	1,75%	2,20%

Izvor: Bloomberg LP.

Prognoze stopa prinosa američkih državnih obveznica za prvo tromesečje 2012. godine

(procentni poeni)

	2Y	5Y	10Y
1. HSBC bank London	0,20%	1,00%	2,20%
2. Commerzbank	0,25%	1,00%	2,00%
3. Barclays bank London	0,30%	1,35%	2,75%
4. UniCredit	0,30%	1,20%	2,70%

Izvor: Bloomberg LP.