



NARODNA BANKA SRBIJE

SEKTOR ZA DEVIZNE POSLOVE
ODELJENJE ZA UPRAVLJANJE DEVIZNIM REZERVAMA

**PREGLED DEŠAVANJA NA SVETSKOM
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**
27. februar – 9. mart 2012. godine

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

1. Uvod

Pregled i predviđanje referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

	Referentna kamatna stopa (u p.p.)	Poslednja promena (u p.p.)	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Predviđanje
I. Evropska centralna banka	1,00	-0,25	8. 12. 11.	4. 4. 12.	\
II. Federalne rezerve	0-0,25	-0,75	16. 12. 08.	13. 3. 12.	\
III. Banka Engleske	0,50	-0,50	5. 3. 09.	5. 4. 12.	\
IV. Banka Kanade	1,00	+0,25	8. 9. 10.	17. 4. 12.	\
V. Švajcarska nacionalna banka	0,00	-0,25	3. 8. 11.	15. 3. 12.	\
VI. Banka Japana	0,10	-0,20	19. 12. 08.	13. 3. 12.	\

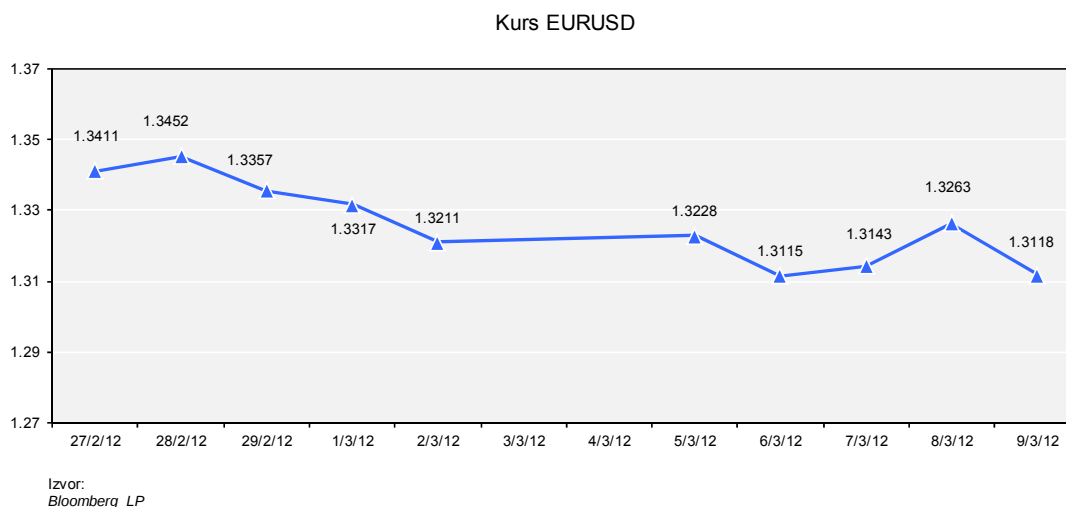
Izvor: Bloomberg LP.

Početak prve nedelje izveštajnog perioda obeležio je početak restrukturiranja grčkog duga (*debt swap procedure*) i, tim uslovljeno, smanjenje rejtinga Grčke sa CC na SD (*selective default*) od strane agencije za kreditni rejting S&P, uz napomenu da rejting te zemlje može biti popravljen na CCC ako se postigne dogovor s kreditorima oko reprograma duga. U sredu 29. februara Evropska centralna banka je još jednom intervenisala trogodišnjim operacijama refinansiranja (3y LTROs) kako bi obezbedila dodatnu likvidnost. Oko 800 institucija iskoristilo je pravo da učestvuje u operacijama za refinansiranje i povuklo oko 529,5 milijardi evra kapitala, što predstavlja najveću ovakvu operaciju u istoriji ECB-a. Za LTRO 1, koji je realizovan u decembru, bile su zainteresovane 523 institucije manje i bilo je povučeno 40 milijardi evra manje. S druge strane Atlantika, FED je objavio „bež knjigu“ s podacima o stanju u privredi SAD. Prema tim podacima, privreda SAD raste umerenim tempom. U petak 2. marta završen je dvodnevni samit lidera Evropske unije, na kome su sve članice, osim Češke i Engleske, potpisale nov regionalni fiskalni ugovor o usvajanju strožih mera za državni dug i deficit. Na samitu je dogovoreno takođe da se, nakon okončanja problema grčkog duga, pažnja skrene sa smanjenja budžetskog deficita na mere neophodne za privredni rast. Znatno uticaj na tržište imala je i odluka Španije da poveća ciljani deficit za 2012. godinu, sa 4,4% na 5,8%, usled nemogućnosti da ispuni mere štednje koje je usvojila prethodna vlada (deficit Španije u 2011. godini iznosio je 8,5%).

Druge nedelje izveštajnog perioda u centru pažnje tržišnih učesnika bio je reprogram grčkog duga. Na tržištu je vladala neizvesnost da li će biti obezbeđeno 75% vlasnika obveznica iz privatnog sektora koji će dobrovoljno pristati na otpis 53,5% svojih potraživanja. Plan je takođe da 15% duga zamene za hartije od vrednosti dospeća do dve godine koje će izdati Evropski fond za finansijsku stabilnost (EFSF), a ostatak za nove grčke državne obveznice (NGGB) dospeća od 10 do 30 godina. U ponedeljak 5. marta Kina, najveći potrošač sirovina na svetu, objavila je da namerava da smanji ciljanu stopu privrednog rasta sa 8% na 7,5%, što se negativno odrazilo na finansijska tržišta širom sveta. Zvaničnici SAD sve više ističu da tržišta treba da se pripreme za sve manju pomoć od FED-a i da će treći stub kvantitativnih olakšica biti odobren samo u slučaju ozbiljnih nepovoljnih kretanja ili velike deflacije. Na tržištu su se i

dalje pojavljivale vesti o Grčkoj, kako bi se što veći broj investitora privoleo da do četvrtka 8. marta, kada je krajnji rok, dobrovoljno pristane na otpis duga. Tako je Atina uputila otvoreno upozorenje da će se svi koji ne budu učestvovali u programu otpisa duga suočiti s bankrotom te zemlje. Komesar Evropske unije Oli Ren je upozorio takođe investitore da je Evropa izdvojila maksimalan dostupan iznos sredstava kako bi se rešili dužnički problemi u toj zemlji. Međunarodni institut za finansije je izračunao da bi bankrot Grčke naneo štetu od 1.000 milijardi evra zoni evra, kao i da je potrebno učešće privatnog sektora od 95% da bi se postigao dogovoreni odnos duga i BDP-a od 120,5% do 2020. godine. U petak 9. marta grčki ministar finansija je u Atini objavio konačne rezultate programa, prema kojima je učešće privatnog sektora u otpisu grčkog duga koji je zaključen prema grčkom zakonu iznosilo 85,8%, dok je učešće imalaca grčkih obveznica koje nisu izdate prema grčkom zakonu bilo znatno manje (oko 69%) i rok za dobrovoljni otpis i zamenu duga je kod njih produžen do 23. marta. U razgovoru s ministrima finansija Evropske unije dogovoreno je da se pokrene klauzula kolektivnog dogovora (CAC) i na taj način je obezbeđeno učešće privatnog sektora od 95,7%. Nakon objavljivanja rezultata, predsednica MMF-a Kristin Lagard je izjavila da će upravnom odboru predložiti da MMF izdvoji 28 milijardi evra u naredne četiri godine kao pomoć oporavku grčke privrede.

2. Kurs EUR/USD



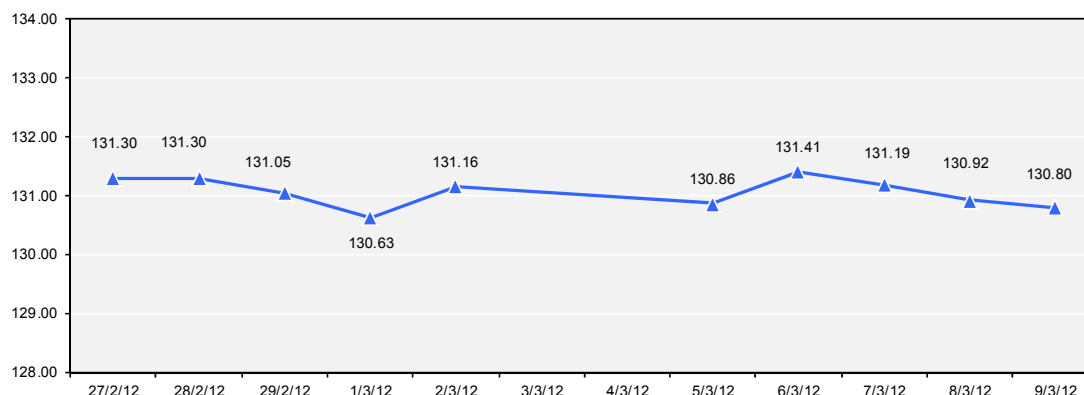
Prvu nedelju izveštajnog perioda obeležio je pad vrednosti evra u odnosu na američki dolar. Agencija za kreditni rejting S&P snizila je kreditni rejting Grčke za jedan stepen, sa CC na SD (*selective default*), što je bilo donekle i očekivano zbog retroaktivne upotrebe klauzule CAC tokom pregovora oko otpisa duga. Sredinom nedelje Evropska centralna banka (ECB) ponudila je po drugi put operacije za refinansiranje (3yr LTROs), što je prihvatilo oko 800 finansijskih institucija i povuklo oko 529 milijardi evra kapitala. Uz to je grčki premijer Lukas Papademos odbio ideju predsednika Evrogrupe Žan-Klod Junkera da evropski zvaničnik nadgleda grčku privredu. Euro je nastavio da trpi pritiske do kraja nedelje, nakon što je Španija ublažila politiku budžetskog deficita, pri čemu je povećala limit sa 4,4% na 5,8% zbog nemogućnosti da ispuni dogovorene mere štednje potrebne za privredni rast. Grčki ministar finansija Evangelos Venizelos ponovo je istakao važnost dogovora s privatnim kreditorima, naglašavajući primamljivost ponude reprograma duga (*debt swap*) i važnost što masovnije participacije. Sve te vesti su rezultirale četvorodnevnom trendom pada vrednosti evra u odnosu na američki dolar, u visini od 1,87% na nedeljnom nivou.

Taj trend je prekinut prvog dana druge nedelje izveštajnog perioda, kada je evro blago ojačao u odnosu na američki dolar, nakon vesti da je dvanaest krupnih poverilaca pristalo da učestvuje u dobrovoljnom programu otpisa grčkog duga, što je umirilo tržišne učesnike. Međutim, optimizam je bio kratkog daha, pošto je već sutradan evro ponovo oslabio u odnosu na američki dolar zbog upozorenja iz Atine da je bankrot neizbežan ukoliko ne bude dovoljan odziv investitora za učešće u programu otpisa duga. Upozorenje koje je dao Međunarodni institut za finansije da bi bankrot Grčke koštao 1.000 milijardi evra dodatno je zabrinulo investitore i oslabilo evro. Narednog dana evropski zvaničnici su sa optimizmom očekivali da će dogovor između kreditora i Grčke biti postignut, da bi već sledećeg dana ministar finansija Evangelos Venizelos objavio da učešće privatnog sektora iznosi preko 85%, što program čini uspešnim. Evro je tokom ta dva dana zabeležio rast u odnosu na dolar, ali je ipak izgubio na vrednosti poslednjeg dana izveštajnog perioda, između ostalog, i zbog izveštaja agencije za kreditni rejting *Moody's* u kome se ističe da se Grčka suočava sa ozbiljnim izazovima na putu ka ostvarenju fiskalnih ciljeva i pored uspešnog otpisa duga i pomoći EMU. Kurs EUR/USD je drugu nedelju izveštajnog perioda završio na nivou od 1,3118 američkih dolara za evro, oslabivši za 0,7% na nedeljnom nivou.

3. Tržište hartija od vrednosti

3.1. Državne obveznice SAD

Cena fjučersa na desetogodišnje državne obveznice SAD



Izvor:
Bloomberg LP

Mirovanje cena državnih obveznica SAD karakterisalo je početak prve nedelje izveštajnog perioda. Međutim, već od sredine nedelje zabeležen je blag pad cena državnih hartija od vrednosti. Objavljivanje indeksa poverenja potrošača (*Consumer Confidence*) za februar krajem utorka (koji je iznosio 70,8 naspram očekivanih 63,0), kao i rasta BDP-a na tromesečnom nivou od 3,0% naspram očekivanih 2,8% dan kasnije, bili su glavni pokretači cena na tržištu. Uz to je i obraćanje visokog zvaničnika FED-a Aleda Vilijamsa, koji je naglasio da QE3 još nije isključen kao opcija, kao i da FED mora da nastavi sa stimulisanjem privrede kroz monetarne mere, imalo dodatni efekat na tržišne učesnike, obarajući cene državnih hartija od vrednosti na kraju četvrtka na najniži nivo tokom ovog izveštajnog perioda. Međutim, tog dana su objavljeni i indeks aktivnosti proizvodnog sektora (*ISM Manufacturing*), indeks lične potrošnje (*Personal Spending*), kao i pokazatelj troškova izgradnje na mesečnom nivou (*Construction Spending MoM*), koji su bili ispod tržišnih očekivanja. Ti podaci su prekinuli niz pozitivnih makroekonomskih podataka i investitore podsetili da američka privreda još nije na stabilnom putu

oporavka. Kao reakcija na takva dešavanja, cene državnih obveznica SAD su ostvarile rast poslednjeg dana prve nedelje izveštajnog perioda.

Trend rasta cena državnih obveznica SAD prekinut je na početku druge nedelje izveštajnog perioda. Već u ponedjeljak, 5. marta, oba objavljena makroekonomska podatka (narudžbine trajnih dobara – *Factory Orders* i kompozitni indeks Instituta za upravljanje snabdevanjem tržišta robom koja nije namenjena za dalju proizvodnju – *IDM Non-Manf. Composite*) bila su iznad očekivanja, što je rezultiralo padom cena državnih hartija od vrednosti. Narednog dana nije bilo podataka o privredi SAD, pa je na skok cena državnih hartija od vrednosti najviše uticala tenzija unutar EMU. Naime, Atina je otvoreno upozorila da je bankrot neizbežan ako odziv investitora za učešće u programu otpisa duga ne bude dovoljan. To je rezultiralo padom cena globalnih berzanskih indeksa, dok su cene državnih obveznica SAD ostvarile rast. Međutim, od srede 7. marta, pa do kraja izveštajnog perioda zabeležen je pad cena državnih hartija od vrednosti. Glavi pokretač tržišta su svakako bili pokazatelji s tržišta rada u SAD (broj nezaposlenih koji se prvi put javljaju sa zahtevom za socijalnu pomoć – *Initial Jobless Claims* i broj novih radnih mesta bez sektora poljoprivrede – *Change in Nonfarm Payrolls*), koji su bili iznad tržišnih očekivanja. Takođe je i dogovor između privatnih kreditora i Grčke imao pozitivan efekat na tržište, što je uticalo na pad cena državnih hartija od vrednosti.

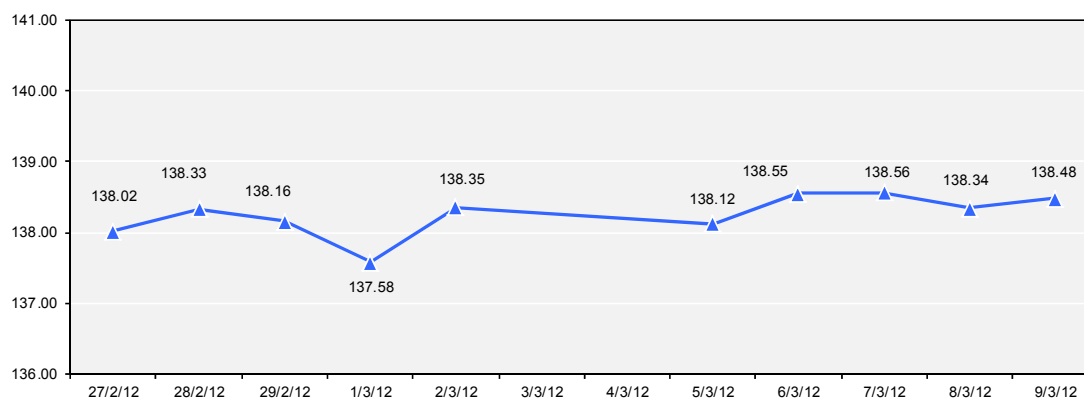
Značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I. Tromesečni rast BDP-a (29. 2. 2012)	T4	2,8%	3,0%	2,8%
II. Broj nezaposlenih koji se prvi put javljaju sa zahtevom za socijalnu pomoć (8. 3. 2012)	Mart	352.000	362.000	351.000
III. Broj novih radnih mesta bez sektora poljoprivrede (9. 3. 2012)	Februar	210.000	227.000	243.000

Izvor: Bloomberg LP.

3.1. Državne obveznice Nemačke

Cena fjučersa na desetogodišnje nemačke obveznice



Izvor:
Bloomberg LP

Tražnja za nemačkim državnim hartijama od vrednosti, blago je povećana na početku prve nedelje izveštajnog perioda, što je dovelo do rasta njihove cene i pada prinosa. Najveći uticaj na to je imala neizvesnost da li će Grčka uspeti da ispuni uslove neophodne za dobijanje odobrenog drugog paketa pomoći od 130 milijardi evra. U sredu, 29. februara, na tržištu obveznica nemačke hartije od vrednosti su zabeležile pad cene i rast prinosa, pošto je ECB sprovela drugu operaciju refinansiranja (*LTRO3y*). Tada je oko osamsto institucija povuklo oko 529 milijardi evra, što je rekordna tražnja za tim vidom finansiranja. Na pad cena je uticalo i objavljivanje podatka o poverenju u privredu zone evra (*Economic Confidence*), koje je bilo veće kako od konsekwusa analitičara, tako i od prošlomesečne vrednosti tog pokazatelja. Poslednjeg dana prve nedelje izveštajnog perioda povećana je tražnja za nemačkim državnim hartijama od vrednosti, što je rezultiralo rastom njihovih cena. Na to je najviše uticala odluka Španije da ublaži politiku budžetskog deficita za ovu godinu, povećavši dozvoljeni deficit sa 4,4% na 5,8%, zbog nemogućnosti da ispuni ciljani nivo koji je dogovorila prethodna vlada.

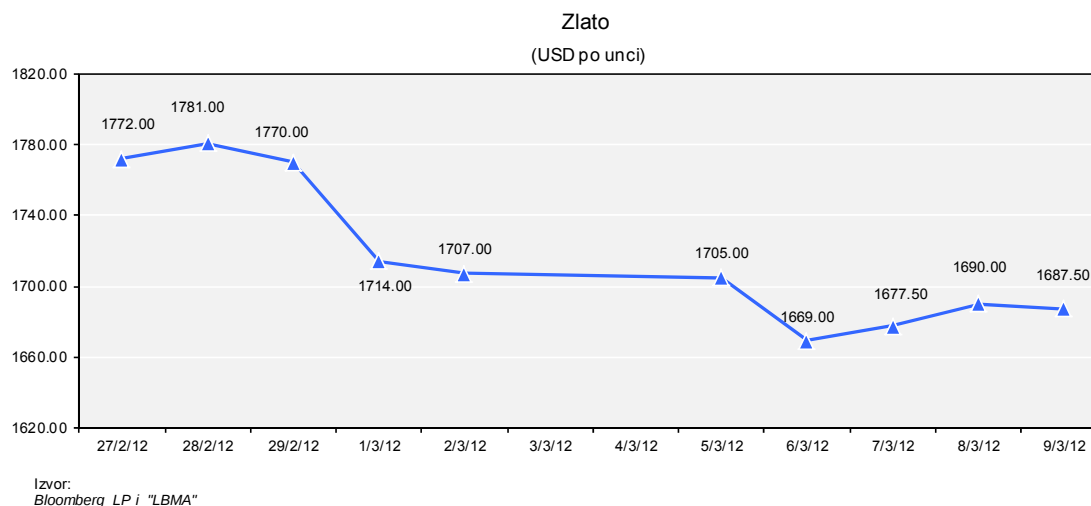
Cene i prinosi nemačkih državnih obveznica su tokom druge nedelje izveštajnog perioda ostali skoro nepromenjeni. U utorak, 6. marta, zabeležen je blag rast cene, jer su se na tržištu neprekidno pojavljivale vesti u kojima međunarodne institucije i svetski politički lideri opominju kreditore s kakvim će se posledicama suočiti ako se nedovoljan broj njih prijavi za učešće u programu. Narednog dana objavljeni podatak o januarskom padu industrijskih porudžbina u Nemačkoj (-2,7%), iako znatno lošiji u odnosu na prethodni mesec, kada je ostvaren rast od 1,6%, nije imao uticaja na tržište hartije od vrednosti, jer je na tržištu preovladao optimizam o uspešnom završetku grčke drame. U četvrtak, 8. marta, objavljen je podatak o rastu januarske industrijske proizvodnje u Nemačkoj od 1,6%, nasuprot decembarskog padu od 2,9%. Međutim, s obzirom na to da je nivo industrijske proizvodnje u ravni s prosečnom vrednošću u poslednjem tromesečju, ovaj podatak nije znatnije uticao na tržište iako ukazuje na privredni rast najveće svetske privrede. I pored uspešno završenog reprograma grčkog duga, gde se dobrovoljno za otpis duga i zamenu obveznica prijavilo 86% privatnih kreditora, a nakon aktiviranja klauzule kolektivnog njih 96%, objavljivanje rezultata nije imalo većeg uticaja na tržište hartija od vrednosti, zbog pozitivnih glasina o progresu pregovora tokom nedelje.

Značajni pokazatelji privredne aktivnosti zemalja Evropske monetarne unije

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I. Poverenje u privredu zone evra, M/M (28. 2. 2012)	Februar	94	94,4	93,4
II. Industrijske porudžbine u Nemačkoj, M/M (7. 3. 2012)	Januar	0,6%	-2,7%	1,6%
III. Industrijska proizvodnja u Nemačkoj, M/M (8. 3. 2012)	Januar	1,1%	1,6%	-2,6%

Izvor: Bloomberg L.P.

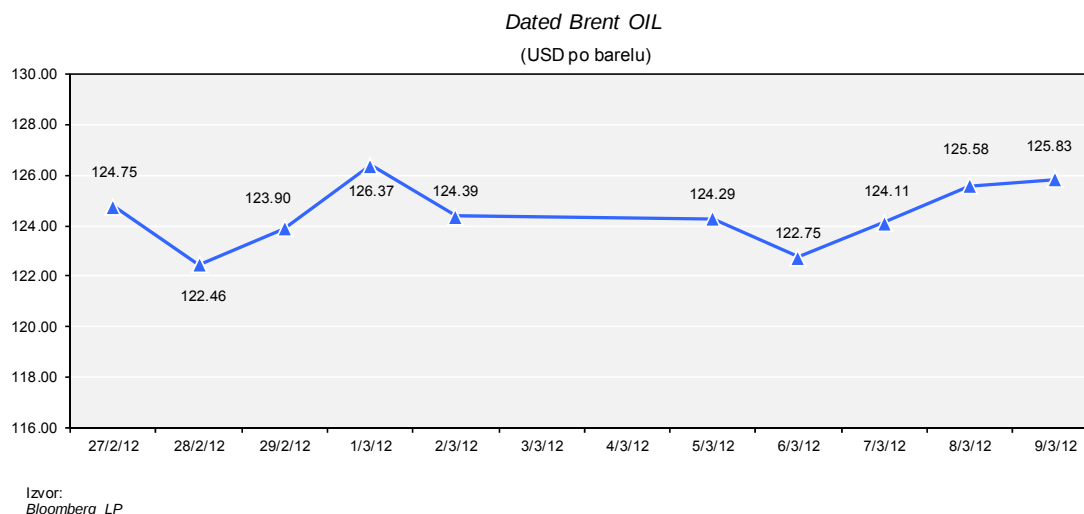
4. Zlato



Nakon rasta cene zlata u toku protekle nedelje, u ponedjeljak, 27. februara, tražnja za ovim plemenitim metalom, denominovanim u američkom dolaru, bila je smanjena zbog jačanja dolara. Time je nastavljena tendencija kretanja cene zlata paralelno s kretanjem evra i ekonomskim optimizmom, čime je njegovo tradicionalno svojstvo sigurnog utočišta stavljeno u drugi plan. Tako je slabljenje dolara prema evru narednog dana privuklo investitore da kupuju zlato neposredno pred drugu novčanu injekciju – trogodišnjih jeftinih zajmova ECB-a, od kojih se očekivalo da će podstaći rizičnije investicije. Toga dana cena zlata je dostigla maksimalnu vrednost tokom celog izveštajnog perioda i na zatvaranju je iznosila 1.781 US\$/oz. U sredu, 29. februara, u govoru predsedavajućeg FED-u Bena Bernankea nije bilo naznaka o daljim kvantitativnim olakšicama kojim bi se na tržište ubacio jeftin novac. On bi doprineo inflaciji, od koje zlato tradicionalno predstavlja najbolju zaštitu. To je, zajedno s posledičnim jačanjem dolara, uticalo na smanjenu tražnju za zlatom i pad njegove cene. Trend pada cene zlata se zadržao do kraja nedelje. U četvrtak je zabeležen najveći dnevni pad od 3,16%, dok je u petak, 2. marta, cena iznosila 1.707 US\$/oz, što je minimalna zabeležena vrednost u toku prve nedelje izveštajnog perioda.

Jak dolar je i početkom druge nedelje izveštajnog perioda uticao na slabu tražnju za zlatom. U utorak, 6. marta, padom od 2,11% cena zlata je dostigla najmanju vrednost tokom posmatranog perioda – 1.669 US\$/oz. Najveći uticaj na takvo kretanje imalo je slabljenje valutnog para EUR/USD izazvano zabrinutošću tržišnih učesnika da Grčka i njeni poverioci neće uspeti da završe reprogram duga (*debt swap*) u roku, tj. do četvrtka 8. marta. Naredna dva dana, poboljšani izgledi za uspeh dogovora oko grčkog duga, kao i pisanje pojedinih medija da FED razmatra nov oblik otkupa akcija, uticali su da zlato zabeleži dobitke. Na rast cene zlata u četvrtak, 8. marta, dodatno je uticala i izjava predsednika ECB-a da će inflacija u zoni evra ove godine najverovatnije probiti limit od 2%. Poslednjeg dana izveštajnog perioda cena zlata je ponovo zabeležila gubitke, posle objavljivanja pozitivnih podataka o zaposlenosti u Americi i povećanja broja zaposlenih u neagrarnom sektoru (*US non-farm payrolls report*), što je bio znak jačanja ekonomije te zemlje. Cena zlata je na zatvaranju, 9. marta, iznosila 1.687,5 US\$/oz.

5. Nafta



Oštar pad cene sirove nafte posle petonedelnog trenda rasta obeležio je početak prve nedelje izveštajnog perioda. Iran, koji je drugi najveći proizvođač član OPEC-a, sve teže uspeva da pronade kupce za svoju naftu, zbog sankcija i embarga koje su inicirale SAD i EU. Naime, najveća indijska kompanija za transport morala je da otkáže svoje porudžbine iranske nafte, jer bi osiguravajuća društva iz EU u suprotnom odbila da pruže usluge osiguranja za njihove brodove. Takođe, neke od japanskih rafinerija su odlučile da zahtevaju klauzulu „više sile“ (*force majeure*) u ugovorima sa Iranom kako bi se izbegle poteškoće s plaćanjem i preuzimanjem iranske nafte zbog nedostatka osiguranja tankera. Pozitivni makroekonomski podaci o proizvodnji u Kini, signali o oporavku privrednog rasta SAD i injekcija likvidnosti u bankarskom sistemu u EU (kroz 3y LTRO 2 operacije ECB) uticali su da cena sirove nafte skoči sredinom nedelje. Najveći skok se dogodio upravo u četvrtak, 1. marta, kada su se na tržištu pojavile spekulacije da je jedan od naftovoda u Saudijskoj Arabiji eksplodirao zbog sabotáže, pa je cena sirove nafte skočila skoro 2%. Međutim, već narednog dana cena je pala za preko 1,5% nakon demanta saudijskog ministarstva unutrašnjih poslova, koje je naglasilo da se u zemlji nije dogodila bilo kakva vrsta sabotáže. U prvoj nedelji cena sirove nafte je zabeležila gubitak od 1,78%.

Iako je na početku zabeležila blag pad, drugu nedelju izveštajnog perioda je obeležio izražen trodnevni rast cene sirove nafte. Taj rast je pre svega prouzrokovan dobrim pokazateljima s tržišta rada u SAD, koji su protumačeni kao signali da se privreda najvećeg svetskog potrošača nafte oporavlja. Drugi važan faktor je svakako bilo postizanje dogovora i preko potrebne participacije privatnih kreditora u otpisu grčkog duga. Time je otklonjena opasnost od nekontrolisanog bankrota i problema likvidnosti finansijskog sistema u EMU. Treći razlog koji je pozitivno uticao na rast cene sirove nafte bile su vesti vezane za inflaciju u Kini, koja je između ostalog drugi najveći potrošač sirove nafte. Naime, u februaru su inflatorni pritisci u Kini bili manji, što je ostavilo više prostora za popuštanje monetarne politike Centralne banke Kine. Cena sirove nafte je drugu nedelju izveštajnog perioda završila s rastom od 1,16%, na nivou od 126,65 US\$/bbl.

6. Prognoze

6.1. Prognoze kretanja kursa EUR/USD

	Q2 2012.	Q3 2012.	Q4 2012.	Q1 2013.	Q4 2013.	Q4 2014.	Q4 2015.	Q4 2016.
Maksimum	1,40	1,45	1,44	1,45	1,45	1,41	1,42	1,54
Medijana	1,28	1,29	1,30	1,27	1,30	1,29	1,26	1,25
Minimum	1,15	1,10	1,06	1,15	1,00	1,20	1,17	1,21
<i>Barclays</i>	1,31	1,27	1,23	1,21	1,20	1,21	1,21	1,21
<i>Credit Suisse Group</i>	1,29	1,21	1,24	1,24	1,23	1,22	1,21	1,20
<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>	1,20	1,15	-	1,00	1,00	-	-	-
<i>Nordea Bank</i>	1,20	1,15	-	1,00	1,00	-	-	-
<i>HSBC</i>	1,34	1,37	1,40	1,44	1,45	-	-	-
<i>Nomura</i>	1,20	1,20	1,23	1,25	1,30	-	-	-
<i>Banco Santander</i>	1,28	1,26	1,24	1,20	-	-	-	-
<i>Rabobank</i>	1,25	1,30	1,35	1,40	1,42	-	-	-
<i>RBS</i>	1,24	1,29	1,32	1,35	1,30	-	-	-
<i>Wells Fargo</i>	1,25	1,22	1,19	1,20	-	-	-	-

Izvor: Bloomberg LP.

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

Prognoze stopa prinosa nemačkih državnih obveznica za drugo tromesečje 2012. godine (u p.p.)

	2Y	5Y	10Y
<i>I. HSBC bank London</i>	0,20	0,80	1,80
<i>II. Commerzbank</i>	0,30	1,00	2,10
<i>III. Barclays bank London</i>	0,40	1,10	2,10
<i>IV. UniCredit</i>	0,45	0,98	2,40

Izvor: Bloomberg LP.

Prognoze stopa prinosa američkih državnih obveznica za drugo tromesečje 2012. godine (u p.p.)

	2Y	5Y	10Y
<i>I. HSBC bank London</i>	0,30	0,80	1,90
<i>II. Commerzbank</i>	0,30	1,10	2,20
<i>III. Barclays bank London</i>	0,25	0,75	2,00
<i>IV. UniCredit</i>	0,30	1,05	2,50

Izvor: Bloomberg LP.