



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

**PREGLED DEŠAVANJA NA SVETSKOM
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**
23. april – 4. maj 2012. godine

April/maj 2012

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.	6. 6. '12.	\
II. Federalne rezerve	0−0,25	−0,75	16. 12. '08.	20. 6. '12.	\
III. Banka Engleske	0,50	−0,50	5. 3. '09.	10. 5. '12.	\
IV. Banka Kanade	1,00	+0,25	8. 9. '10.	5. 6. '12.	\
V. Švajcarska nacionalna banka	0,00	−0,25	3. 8. '11.	14. 6. '12.	\
VI. Banka Japana	0,10	−0,20	19. 12. '08.	23. 5. '12.	\

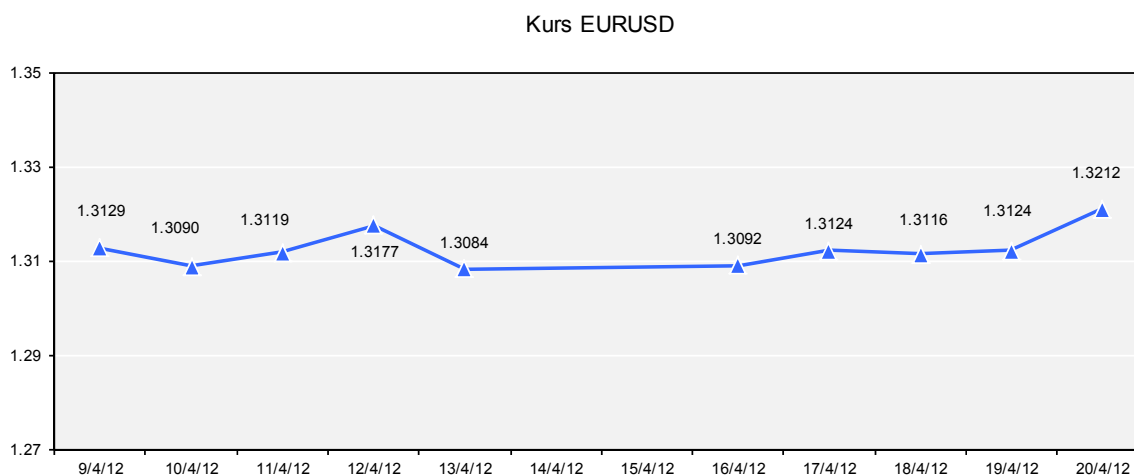
Izvor: Bloomberg LP.

Politička neizvesnost u Evropi bila je glavna karakteristika prve nedelje ovog izveštajnog perioda. U Francuskoj je u prvom krugu predsedničkih izbora pobedio Fransa Oland sa 27,1% glasova, dok je Nikoli Sarkoziju pripalo drugo mesto sa 26,7% glasova. U Holandiji je nakon neuspelih pregovora o merama štednje, kojima bi se smanjio budžetski deficit, došlo do pada vlade budući da je izgubila podršku Partije sloboda. Agencija za kreditni rejting *Moody's* pad vlade u Holandiji ocenila je kao događaj s negativnim efektom na kreditne izgleda (*credit negative event*), s tim što je za ovu zemlju ipak zadržala najviši kreditni rejting (AAA). Tako pretnju u obe zemlje predstavlja otpor štednji i pitanje reforme budžeta. Objavljivanje podataka s tržišta o proizvodnji i uslugama (*PMI Composite*, *PMI Manufacturing* i *PMI Services*), koji su bili ispod tržišnih očekivanja, imalo je dodatni negativan uticaj na tržišta u okviru EMU. Naredni dan obeležilo je smirivanje tih tenzija kada je i holandski premijer Rute najavio da će parlamentu poslati predlog mera štednje i da će do petka odlučiti o zakazivanju izbora za 12. septembar. Visoki zvaničnik centralne banke Engleske izjavio je da je u ovom trenutku privredni rast veoma slab i da postoje opravdani razlozi za nove kvantitativne olakšice. U sredu 25. aprila održan je sastanak FOMC-a na kome je odlučeno da referentna kamatna stopa ostane nepromenjena, a očekuje se da niska referentna kamatna stopa ostane barem do druge polovine 2014. godine. Konstatovano je takođe da privreda SAD, kao i inflacija (pre svega zbog visokih cena energenata), pokazuje umeren rast i da se tokom četvrtog tromesečja 2012. očekuje smanjenje stope nezaposlenosti. Primetan je i pozitivan efekat oporavka cena holandskih državnih hartija od vrednosti, koje su se rotovo vratile na nivo od pre ostavke holandskog premijera. Holandski premijer i ministar finansija vlade u ostavci predložio je parlamentu set mera štednje, od kojih su najvažnije povećanje stope PDV-a sa 19% na 21%, dupliranje poreza za banke i povećanje stepena oporezivanja kupovine određenih nekretnina. Rejting agencija *S&P* je u četvrtak,

nakon zatvaranja tržišta, snizila kreditni rejting Španije sa A na BBB+, čime su obveznice ove zemlje dospele u grupu hartija s blago špekulativnim karakteristikama. Zadržani su i negativni izgledi daljeg kretanja rejtinga, zbog pogoršavanja situacije u bankarskom sektoru zemlje i mišljenja rejting agencije da bi problemi banaka mogli dodatno da optereće budžet Španije, čime bi se povećao deficit. Agencija za kreditni rejting *Moody's* izdala je saopštenje u kome se fiskalne mere u Španiji, kao i efekat koji te mere imaju na domaći dug (*sub-sovereign debt*), ocenjuju kao pozitivne. Poslednjeg dana prve nedelje izveštajnog perioda na tržište su stigli i podaci o rastu BDP-a SAD (tokom prvog tromesečja na godišnjem nivou) od 2,2%, nasuprot očekivanih 2,5%.

Španija, četvrta zemlja po veličini u zoni evra, pridružila se listi zemalja EMU u recesiji – Italiji, Portugaliji, Irskoj, Grčkoj, Belgiji i Holandiji. Znaci produbljivanja recesije u zoni evra povećavaju strahovanja da bi vlade mogle da ublaže svoj stav u borbi za smanjenje budžetskog deficita. Tržišta širom Evrope su 1. maja bila zatvorena zbog praznika, dok je u SAD objavljen podatak o indeksu proizvodnih delatnosti (*ISM Manufacturing*) koji je u aprilu dostigao najveću vrednost u poslednjih deset meseci, što je pozitivno uticalo na tržište na toj strani Atlantika. U sredu, 2. maja objavljeni su negativni podaci s tržišta rada u Nemačkoj (19 hiljada manje zaposlenih u aprilu naspram očekivanog porasta od 10 hiljada), kao i podaci koji se odnose na proizvodnju (*PMI Manufacturing*) koji su bili ispod očekivanja. Makroekonomski podaci s tržišta rada nisu bili bolji ni u SAD. Prema njima je privatni sektor zaposlio manje ljudi nego što se očekivalo (*ADP Employment Change*), dok su narudžbine trajnih dobara (*Factory Orders*) ostvarile rast od 1,5%, nasuprot očekivanog pada od 1,7% u odnosu na prošlomesečnu vrednost. Na sastanku monetarnog odbora ECB-a održanom 3. maja doneta je odluka da se referentna kamatna stopa zadrži na nivou od 1%. Predsednik ECB-a Mario Dragi izjavio je da nije razmatrana mogućnost daljeg smanjivanja referentne kamatne stope i naglasio da je napravljen veliki pomak u razgovorima oko fiskalnih reformi. Poslednjeg dana izveštajnog perioda politička nestabilnost neposredno pred izbore u Francuskoj i Grčkoj, kao i objavljeni negativni makroekonomski podaci (indeks proizvodne aktivnosti i sektora usluga u zoni evra smanjen je više od očekivanja analitičara), uticali su na uzdržanost investitora od rizičnih investicija na evropskom tržištu. I podaci sa američkog tržišta rada koji su objavljeni pokazali su da se situacija na tom tržištu ne popravlja i ukazali na nesposobnost američke privrede da obezbedi više radnih mesta.

2. Kurs EUR/USD



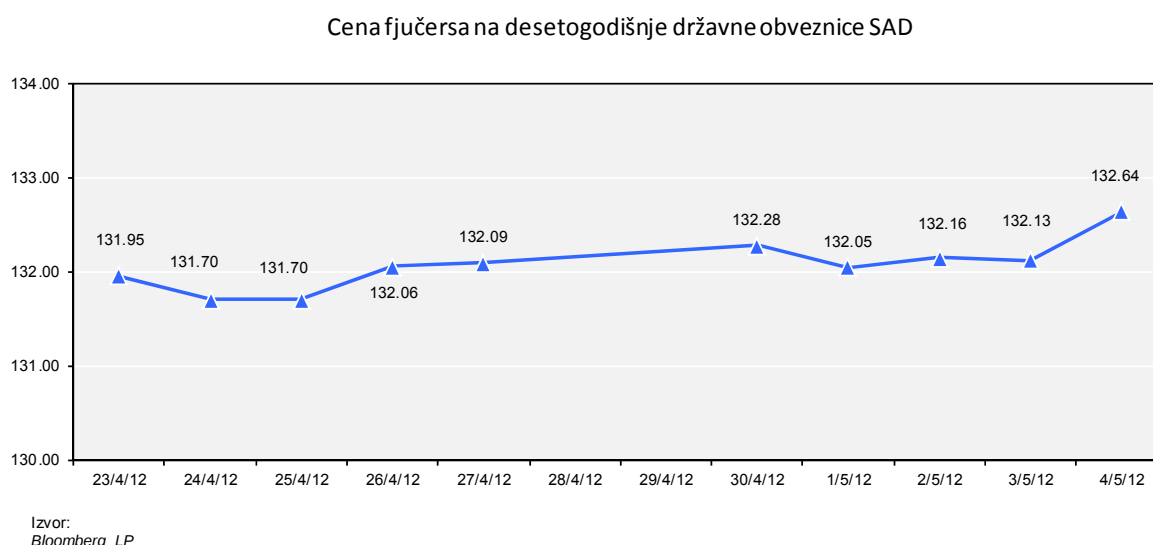
Izvor:
Bloomberg LP

Sam početak prve nedelje izveštajnog perioda obeležio je pad vrednosti evra u odnosu na američki dolar za 0,57% izazvan padom vlade u Holandiji. To je agencija za kreditni rejting *Moody's* ocenila kao događaj koji će imati negativne efekte na kreditne izgleda Holandije (*credit negative event*), ali je toj zemlji ipak zadržala najviši kreditni rejting (AAA). Dodatni negativan efekat na tržišta unutar EMU, pored političkih tenzija u Holandiji i Francuskoj (zbog drugog kruga predsedničkih izbora), imalo je i objavljivanje podataka s tržišta o proizvodnji i uslugama (*PMI Composite*, *PMI Manufacturing* i *PMI Services*) lošijih od očekivanih. Već sledećeg dana vrednost evra se gotovo u potpunosti povratila u odnosu na američki dolar, najviše zahvaljujući relativno pozitivnim reakcijama tržišta visokozaduženih zemalja EMU. I pored političkih tenzija, prinosi na holandske državne obveznice su se vratili na raniji nivo, nakon naglog skoka izazvanog padom vlade. Uz to je holandski premijer Rute najavio da će poslati parlamentu predlog mera štednje, kao i da će do kraja nedelje odlučiti o zakazivanju izbora za 12. septembar. Zabeleženi pad prinosa na italijanske i španske državne obveznice dodatno je pozitivno uticao na smirivanje tenzija na tržištu. Sredinom nedelje kurs EUR/USD je relativno mirovao, da bi završio nedelju s rastom od 0,16% uz povećanu volatilnost. Vrednost evra je, naime, najpre pala tokom petka nakon reakcije tržišta na vest da je agencija za kreditni rejting *S&P* snizila kreditni rejting Španije, ali se evro oporavio i ojačao u odnosu na američki dolar krajem dana, kada su na tržištu objavljeni podaci o rastu BDP-a SAD, koji je porastao za 2,2% (tokom prvog tromesečja na godišnjem nivou), naspram očekivanih 2,5%, kao i podaci s tržišta rada u SAD koji su takođe bili ispod očekivanja.

Tokom druge nedelje izveštajnog perioda vrednost evra je konstantno padala u odnosu na američki dolar. Osetan pad je zabeležen 2. maja nakon objavljivanja podataka o porastu nezaposlenosti u Nemačkoj (19 hiljada manje zaposlenih prema očekivanom rastu od 10 hiljada) u aprilu, kao i podataka u vezi s proizvodnjom (*PMI Manufacturing*) koji su takođe bili ispod tržišnih očekivanja. Narednog dana objavljeni podaci u vezi sa indeksom proizvođačke cene u EMU (*Euro-Zone PPI*) bili su takođe ispod tržišnih očekivanja i negativno su se odrazili na vrednost evra. Međutim, krajem dana evro je donekle povratio svoju vrednost kada je predsednik ECB-a Mario Dragi izjavio da nije bilo razmatranja daljeg smanjivanja referentne kamatne stope (koja je ostala nepromenjena), naglašavajući da je postignut veliki napredak u razgovorima oko fiskalnih reformi. Kraj nedelje je obeležio pad vrednosti evra za 0,43% u odnosu na američki dolar. To je istovremeno i najveći pad tokom te nedelje u okolnostima političkih tenzija povodom izbora za francuskog predsednika i za grčki parlament zakazanih za nedelju, koji bi mogli dodatno da otežaju preko potrebne fiskalne reforme u EMU. Ovaj izveštajni period kurs EUR/USD završio je na nivou od 1,3088 američkih dolara za jedan evro.

3. Tržište hartija od vrednosti

3.1. Državne obveznice SAD



Blag pad cena državnih obveznica SAD obeležio je početak prve nedelje izveštajnog perioda. Ovaj trend je bio opredeljen objavljenim podatkom o prodaji novih porodičnih kuća i drugih stambenih jedinica, koji je bio viši nego što se očekivalo. Na takvo kretanje cena obveznica uticala je i odluka FOMC-a da referentnu kamatnu stopu zadrži na istom nivou, kao i planovi vezani za operaciju „Twist“. Naglašeno je da bi niska referentna kamatna stopa trebalo da ostane barem do druge polovine 2014. godine, kao i da privreda SAD umereno raste zajedno sa inflacijom (zbog visokih cena energenata). Takođe, očekuje se i da se stopa nezaposlenosti smanji tokom četvrtog tromesečja. Međutim, krajem nedelje cene državnih hartija od vrednosti SAD zabeležile su rast cena, prvenstveno zbog neizvesnosti na međunarodnom finansijskom tržištu. Tome je doprinelo i to što je rejting agencija *S&P* snizila kreditni rejting Španije sa A na BBB+, čime su ove obveznice dospele u grupu hartija s blago špekulativnim karakteristikama. Podaci o rastu BDP-a SAD, koji su bili ispod tržišnih očekivanja, takođe su uticali na rast cena državnih hartija od vrednosti.

Sličan trend je nastavljen i početkom druge nedelje izveštajnog perioda, ali je prekinut već 1. maja kada je objavljen indeks aktivnosti proizvodnog sektora (*ISM Manufacturing*), viši nego što se očekivalo. Sredinom nedelje, cene državnih obveznica su relativno mirovale, da bi poslednjeg dana zabeležile znatan skok. Glavni uzrok tog skoka bilo je objavljivanje podataka o tržištu rada u SAD (*Change in Nonfarm Payrolls*), koji su neprijatno iznenadili tržište drugi mesec zaredom. O nezaposlenosti u SAD govorio je i predsednik FED-a San Franciska, koji je naglasio da u ovom trenutku nema potrebe za kvantitativnim olakšicama i da očekuje da će stopa nezaposlenosti pasti na oko 7% (sa sadašnjih 8,2%) do kraja 2013. godine.

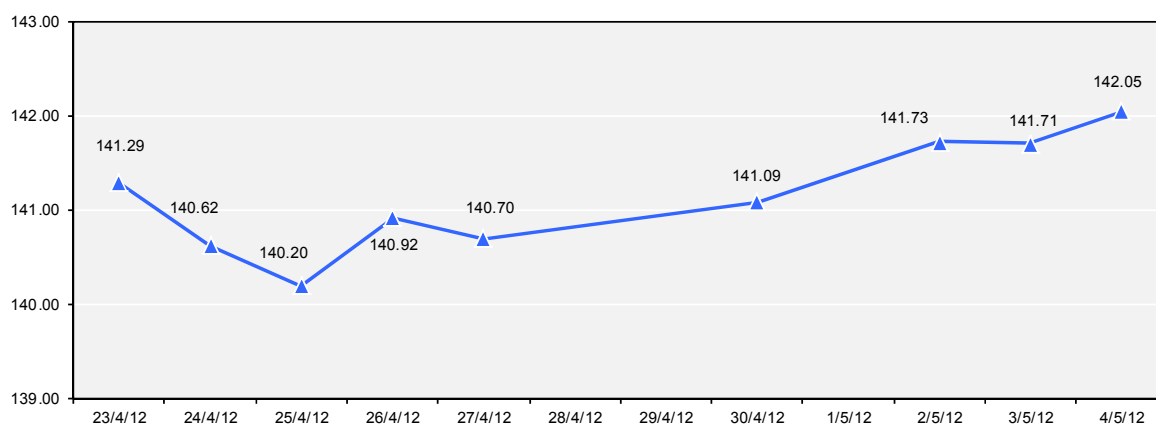
Značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I. Podaci o prodaji novih porodičnih kuća i drugih stambenih jedinica (24. 4. 2012)	Mart	319.000	328.000	313.000
II. Indeks aktivnosti proizvodnog sektora (1. 5. 2012)	April	53,0	54,8	53,4
III. Nova radna mesta bez sektora poljoprivrede (4. 5. 2012)	April	160.000	115.00	120.000

Izvor: Bloomberg LP.

3.1. Državne obveznice Nemačke

Cena fjučersa na desetogodišnje nemačke obveznice



Izvor:
Bloomberg LP

Politička neizvesnost i nestabilnost na evropskom tržištu karakterisale su prvi dan izveštajnog perioda. Tome su doprinele pobeda Fransa i Olanda u prvom krugu predsedničkih izbora u Francuskoj i ostavka holandskog premijera. Kao posledica toga, cene nemačkih državnih obveznica su ostvarile rast, dok je rejting agencija *Moody's* a pad vlade u Holandiji ocenila kao događaj koji će imati negativne efekte na kreditne izgleda, ali je toj zemlji ipak zadržala AAA kreditni rejting. Razlika u prinosima između holandskih i nemačkih obveznica, posle naglog skoka, tokom nedelje je smanjena gotovo na nivo pre pada vlade. Smanjenje tenzija kod visokozaduženih zemalja EMU uticalo je na pad cena sigurnijih oblika aktive, među kojima i nemačkih državnih obveznica. Rejting agencija *S&P* je 26. maja, po zatvaranju američkog tržišta, snizila kreditni rejting Španije sa A na BBB+, s negativnim izgledima u pogledu daljeg kretanja rejtinga, čime su ove obveznice dospele u grupu hartija s blago špekulativnim karakteristikama. Kao posledica takve odluke, povećala se razlika između prinosa na nemačke obveznice i obveznice perifernih zemalja EMU.

U drugoj nedelji izveštajnog perioda zabeležen je rast cena, odnosno smanjenje prinosa nemačkih državnih obveznica, koji su nastavili da dostižu nove, istorijski minimalne vrednosti. Pridruživanje Španije listi zemalja EMU koje su u recesiji doprinelo je povećanju zabrinutosti investitora, čime se

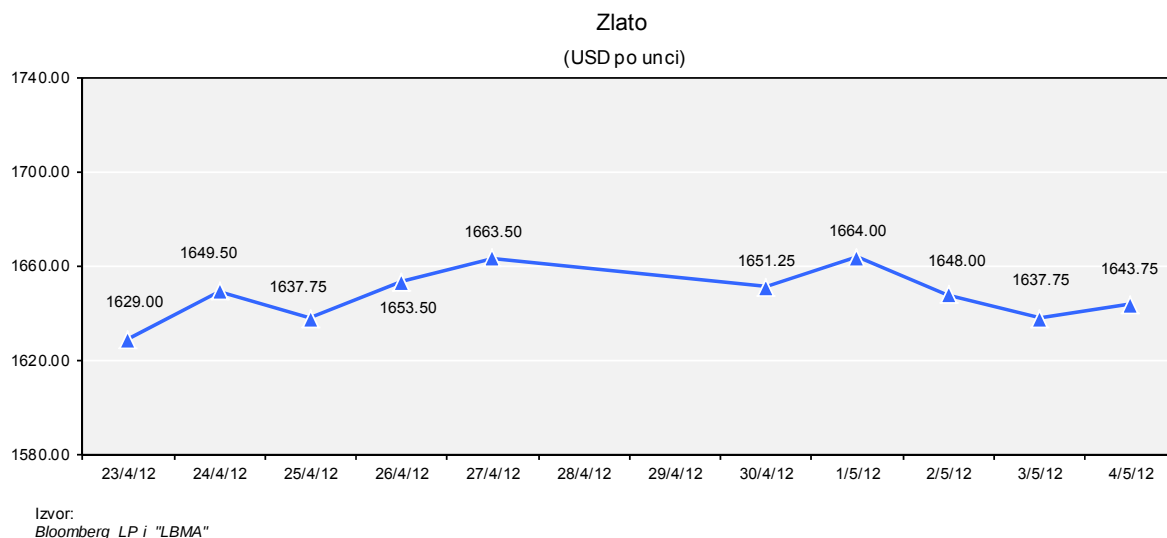
povećala tražnja za sigurnijim oblicima aktive, a time i cena nemačkih obveznica. U utorak 1. maja, tržišta širom Evrope su bila zatvorena zbog obeležavanja praznika, da bi narednog dana cena nemačkih državnih obveznica ponovo porasla. Takav trend kretanja cena posledica je objavljivanja negativnih podataka s tržišta rada u Nemačkoj, kao i podataka o proizvodnji (*PMI Manufacturing*), koji su bili ispod tržišnih očekivanja. U četvrtak 3. maja objavljeni su i podaci vezani za indeks proizvođačke cene u EMU (*Euro-Zone PPI*), koji su bili manji nego što se očekivalo. Međutim, do kraja dana cene nemačkih obveznica su neznatno pale kada je predsednik ECB-a Mario Dragi izjavio da je učinjen veliki pomak u razgovorima oko fiskalnih reformi. Poslednjeg dana izveštajnog perioda, zbog političke neizvesnosti neposredno pred izbore u Francuskoj i Grčkoj, kao i negativnih makroekonomskih podataka (indeks proizvodne aktivnosti i sektora usluga u zoni evra smanjen je više od očekivanja analitičara), nemačke državne obveznice dostigle su istorijski najviše cene.

Značajni pokazatelji privredne aktivnosti zemalja Evropske monetarne unije

	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I. Indeks proizvodne aktivnosti u Nemačkoj, M/M (2. 5. 2012)	April	46,3	46,2	46,2
II. Indeks proizvodne aktivnosti i sektora usluga u zoni evra, M/M (4. 5. 2012)	April	47,4	46,7	47,4

Izvor: Bloomberg LP.

4. Zlato

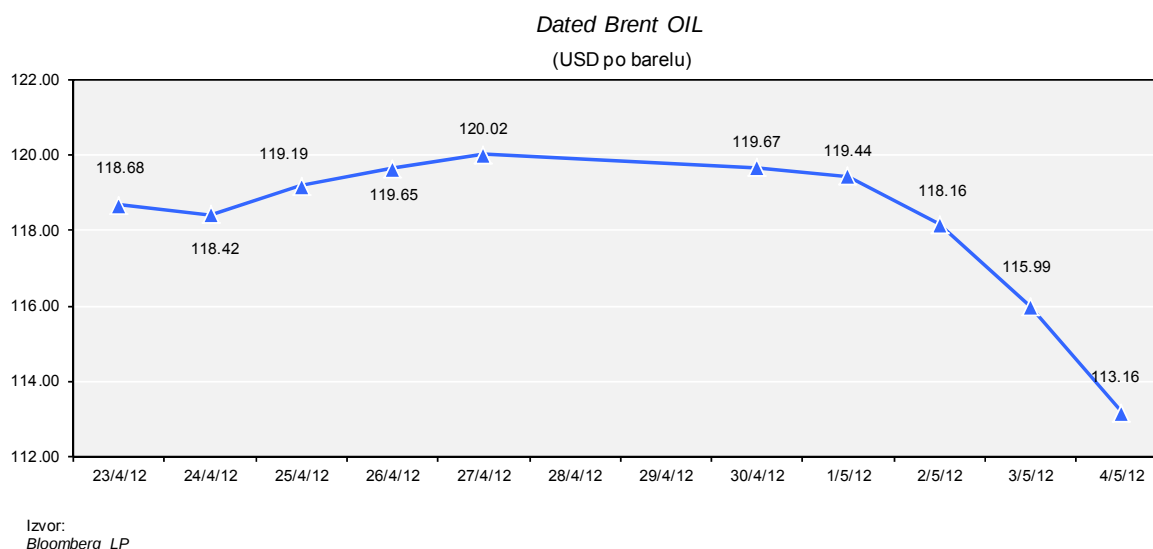


Cena zlata je pala prvog dana izveštajnog perioda, prateći berzanske indeks širom sveta zbog ponovnog strahovanja o kvalitetu EMU. Vrednost zlata od 1.629 US\$/oz ujedno je bila i najniža cena tokom posmatranog perioda. Narednog dana, zbog smanjenja tenzija na Evropskom tržištu, povećala se potražnje za rizičnijim oblicima aktive, čije kretanje je ispratio i ovaj plemeniti metal, zabeleživši rast cene od 1,26%. Na sastanku FED-a, održanom 25. aprila, odlučeno je da referentna kamatna stopa ostane nepromenjena i na niskom nivou bude najmanje do 2014. godine. Tom prilikom su napravljeni i planovi

vezani za operaciju „Twist“, uz napomenu da FED neće oklevati da pokrene sledeću rundu otkupa obveznica ako ekonomija SAD oslabi. U iščekivanju ishoda sastanka, zabeležen je pad cene zlata zbog uzdržanosti investitora. Do kraja prve nedelje izveštajnog perioda cena zlata je rasla kao rezultat obnovljenih očekivanja za nove intervencije FED-a (*quantitative easing*). Povećanju izgleda za novi krug kvantitativnih olakšica doprineli su i objavljeni podaci o BDP-u SAD, koji je tokom prvog tromesečja ostvario rast od 2,2% na godišnjem nivou, nasuprot očekivanih 2,5%. Cena zlata je na zatvaranju iznosila 1.663,50 US\$/oz.

Pad cene zlata zabeležen je i na početku druge nedelje izveštajnog perioda zbog jačanja dolara prema evru izazvanog nestabilnošću u zoni evra. Međutim, 1. maja cena zlata je porasla zbog trenutnog slabljenja dolara, koji je inicirao veću tražnju za zlatom. Cena zlata na zatvaranju je dostigla najveću vrednost u posmatranom periodu – 1.664 US\$/oz. Narednog dana pozitivni pokazatelj sa američkog tržišta (*ISM Manufacturing*) umanjio je zabrinutost da je najveća svetska ekonomija izgubila pozitivni zamah i time smanjio verovatnoću za dodatnim kvantitativnim olakšicama. Dodatno jačanje dolara smanjilo je tražnju za zlatom. Poslednjeg dana izveštajnog perioda zabeležena je veća tražnja za zlatom, zbog povećane neizvesnosti neposredno pred izbore u Francuskoj i Grčkoj, kao i nakon objavljivanja podataka sa američkog tržišta rada koji ukazuju na slabost američke privrede da poveća broj radnih mesta.

5. Nafta



Bojazan investitora izazvan ekonomskim stanjem i političkim tenzijama (pad holandske vlade, predsednički i parlamentarni izbori širom EU) unutar EMU, brigom zbog prekida proizvodnje nafte u Severnom moru i mogućim prekidom snabdevanja iz Irana obeležio je početak prve nedelje izveštajnog period. Sve to se odrazilo i na pad cene sirove nafte. Međutim, posle tog pada, cena sirove nafte je sve do kraja prve nedelje izveštajnog perioda beležila konstantan rast, uglavnom zbog optimizma vezanog za oporavak privrede SAD, koja je ujedno i najveći potrošač nafte u svetu. FED je izdao saopštenje da će nastaviti s politikom pospešivanja privrednog rasta, ostavljajući prostor za novu rundu monetarnih olakšica, što je imalo pozitivan efekat na cenu sirove nafte.

Međutim, tokom druge nedelje izveštajnog perioda zabeležen je osetan pad cene sirove nafte. Naime, prvo su podaci s tržišta rada u SAD bili daleko ispod tržišnih očekivanja, što je ukazalo na mane i nestabilnost američke privrede. Uz to, negativan efekat je imalo i objavljivanje podataka o rezervi sirove nafte u SAD, koja je na najvišem nivou još od 1990. godine. Pored toga, glavni faktori za ovako oštar pad

cene su svakako smanjena potražnja za sirovom naftom na globalnom nivou (zbog krize u EU i sporog oporavka privrede SAD), povećana ponuda i smanjeni pritisci na cenu zbog iranskog konflikta. Poslednjeg dana izveštajnog perioda cena sirove nafte je pala za 2,44%, a na nedeljnom nivou za 5,72%, dostigavši nivo od 113,16 US\$/bbl, što je ujedno i njena najniža vrednost još od početka februara.

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	1,37	1,45	1,44	1,45	1,45	1,41	1,42	1,43
Medijana	1,29	1,29	1,30	1,28	1,27	1,29	1,29	1,25
Minimum	1,20	1,18	1,12	1,08	1,00	1,20	1,20	1,20
<i>Barclays</i>	1,30	1,25	1,23	1,20	1,20	1,21	1,21	1,21
<i>Credit Suisse Group</i>	1,30	1,29	1,29	1,28	1,27	1,25	1,23	1,22
<i>Credit Agricole</i>	1,28	1,27	1,26	1,26	1,25	1,25	1,25	-
<i>BNP Paribas</i>	1,28	1,35	1,40	1,35	1,30	1,27	1,20	1,20
<i>Morgan Stanley</i>	1,28	1,24	1,19	1,15	1,24	-	-	-
<i>Nordea Bank</i>	1,30	1,30	1,15	1,10	1,00	-	-	-
<i>HSBC</i>	1,36	1,40	1,44	1,45	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>	1,27	1,32	1,37	1,45	-	-	-	-
<i>RBS</i>	1,28	1,30	1,33	-	1,30	1,30	-	-
<i>Wells Fargo</i>	1,30	1,27	1,24	1,22	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 treće tromesečje 2012. godine (u p.p.)

	2Y	5Y	10Y
I. <i>HSBC bank London</i>	0,20	0,80	1,80
II. <i>Commerzbank</i>	0,35	0,90	2,10
III. <i>Barclays bank London</i>	0,45	1,20	2,20
IV. <i>UniCredit</i>	0,60	1,10	2,30

Izvor: Bloomberg LP.

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

	2Y	5Y	10Y
I. <i>HSBC bank London</i>	0,30	0,90	2,10
II. <i>Commerzbank</i>	0,30	1,20	2,60
III. <i>Barclays bank London</i>	0,30	1,00	2,00
IV. <i>UniCredit</i>	0,60	1,13	2,55

Izvor: Bloomberg LP.