



NARODNA BANKA SRBIJE

SEKTOR ZA MONETARNE I DEVIZNE OPERACIJE
ODELJENJE ZA DEVIZNE REZERVE

**PREGLED DEŠAVANJA NA SVETSKOM
FINANSIJSKOM TRŽIŠTU**
18–29. mart 2019.

April 2019.

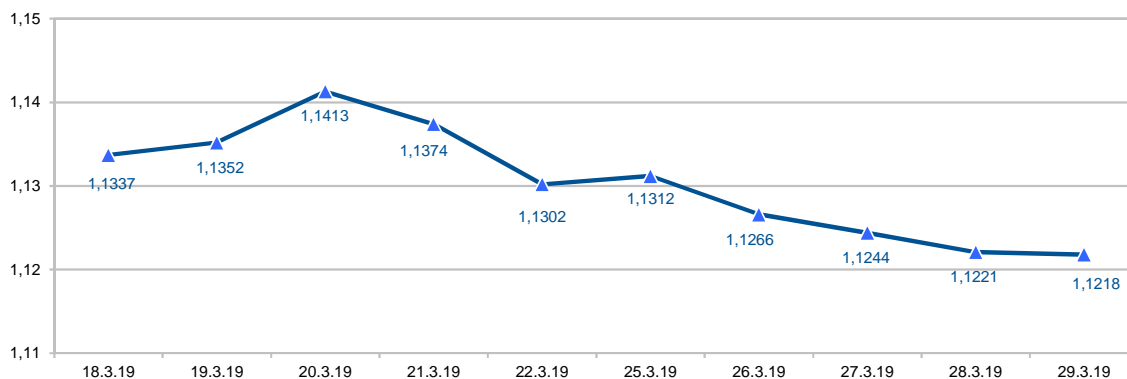
Pregled i predviđanje referentnih kamatnih stopa pojedinih centralnih banaka

	Referentna kamatna stopa (u %)	Poslednja promena (u p.p.)	Datum poslednje promene	Naredni sastanak	Očekivanje (u %)
I Evropska centralna banka	0,00	-0,05	10. 3. 16.	10. 4. 19.	\
II Federalne rezerve SAD	2,25–2,50	+0,25	19. 12. 18.	1. 5. 19.	2,25–2,50
III Banka Engleske	0,75	+0,25	2. 8. 18.	2. 5. 19.	\
IV Banka Kanade	1,75	+0,25	24. 10. 18.	24. 4. 19.	1,75
V Narodna banka Švajcarske	(-1,25%)–(-0,25%)	-0,50	15. 1. 15.	13. 6. 19.	\

Izvor: Bloomberg LP.

1. Kurs EUR/USD

Kurs EUR/USD
(dnevni podaci)



Izvor: Bloomberg LP

Početak izveštajnog perioda obeležila je opreznost učesnika na finansijskom tržištu pred sastanak monetarne politike FED-a, uz blago slabljenje dolara prema evru, čemu je doprinela i objava niza slabijih privrednih podataka iz SAD. Na kraju prethodne nedelje objavljeni su podaci o neočekivanom smanjenju proizvodnje prerađivačkog sektora SAD u februaru za 0,4%, drugi mesec zaredom, na šta se nadovezala objava podataka o rastu industrijskih porudžbina, koji je u januaru bio ispod očekivanja (0,1% prema očekivana 0,3%).

Dolar prema evru znatno slabi u sredu, 20. marta, posle sastanka FED-a, na kome je FED zadržao kamatne stope nepromenjenim, pri čemu, prema medijani, članovi *FOMC*-a više ne očekuju povećanje referentne kamatne stope u toku ove godine, nasuprot tome što su na sastanku u decembru očekivali dva povećanja, dok se u narednoj godini očekuje jedno povećanje od 25 b.p. Takođe, FED je objavio plan završetka normalizacije bilansa stanja, prema kome bi taj proces trebalo da bude okončan u septembru 2019. godine, što je ranije nego što se prethodno očekivalo. Uprkos tome što se u saopštenju sa sastanka ističe da je privreda SAD i dalje u

dobrom stanju, usporavanje rasta krajem prethodne i početkom ove godine, kao i smanjenje stope inflacije, uz brojne rizike po osnovu usporavanja svetske privrede i niz trgovinskih i političkih neizvesnosti, navode se kao razlozi za oprezan stav FED-a o daljim izmenama monetarne politike.

U nastavku nedelje dolar je uspeo da nadomesti prethodni pad vrednosti prema evru, na koji je negativno uticala neizvesnost oko izlaska Velike Britanije iz EU, da bi evro dodatno znatno oslabio posle objave preliminarnih procena PMI indeksa zone evra i Nemačke za mart. Kompozitni PMI indeks zone evra smanjen je na 51,3 sa 51,9 iz februara, što je blizu najnižih vrednosti od 2014. godine i ukazuje na nastavak slabijeg privrednog rasta zone evra u prvom tromesečju (oko 0,2%). Kompozitni PMI indeks za Nemačku smanjen je na 51,5 sa 52,8 iz prethodnog meseca, što je najniže od juna 2013. godine, a pre svega kao posledica pada komponente aktivnosti prerađivačkog sektora (sa 47,6 na 44,7). **U toku prvog dela izveštajnog perioda evro je prema dolaru oslabio za 0,21%.**

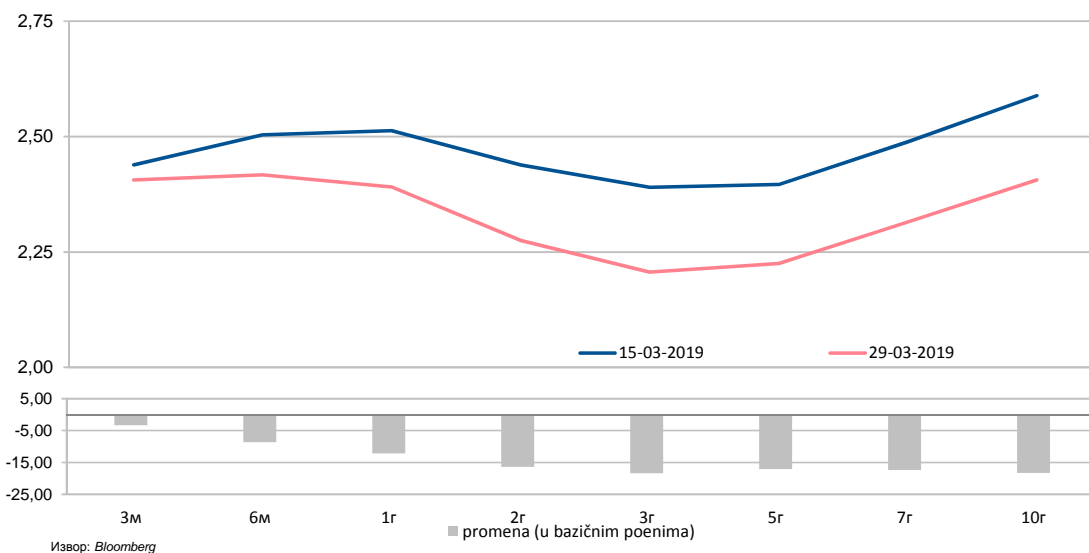
Na početku druge nedelje evro se blago oporavlja, čemu je doprinela objava podataka o rastu vrednosti IFO indeksa poslovne klime u Nemačkoj u martu (sa 98,7 na 99,6), nakon šest uzastopnih meseci njegovog smanjivanja, što je u izvesnoj meri ublažilo zabrinutost oko moguće recesije najveće privrede u zoni evra. **Već sutradan dolazi do jačanja dolara, koje je nastavljeno do kraja nedelje, u toku koje je evro oslabio za oko 0,74% prema dolaru.** Najpre je vrednost dolara bila podržana rastom prinosa državnih obveznica SAD, nakon dostizanja najnižih nivoa u poslednjih petnaest meseci, uporedo sa oporavkom tržišta akcija, uprkos objavi nešto slabijih podataka od očekivanja potrošača i aktivnosti na tržištu nekretnina u SAD. U nastavku nedelje predsednik ECB-a Mario Dragi istakao je da je usporavanje privrednog rasta zone evra koje je počelo u 2018. godini nastavljeno i početkom ove godine, te da je on pre svega posledica eksternih faktora, dok je domaća tražnja i dalje solidna. Dragi je izrazio spremnost ECB-a na dalje odlaganje planiranih povećanja kamatne stope, u zavisnosti od prognoza u pogledu očekivanog dostizanja ciljanog nivoa inflacije. Vesti da ECB razmatra opcije za snižavanje kamatnih stopa na određeni deo viška rezervi banaka, kao mogući način za ublažavanje negativnih posledica ekspanzivne monetarne politike na profitabilnost bankarskog sektora, protumačene su kao znak da ECB planira da zadrži kamatne stope na niskom nivou u dužem vremenskom periodu, negativno delujući na vrednost evra prema dolaru pred kraj nedelje.

2. Tržište hartija od vrednosti

2.1. Državne obveznice SAD

Kriva prinosa državnih obveznica SAD

(na dan, na godišnjem nivou, u %)



U toku izveštajnog perioda prinosi državnih obveznica SAD nastavili su pad duž cele krive, posebno kod instrumenata duže ročnosti. Prinos dvogodišnje obveznice smanjen je sa 2,44% na 2,28%, dok je prinos desetogodišnje obveznice smanjen sa 2,59% na 2,41%. Najveći pad prinosa dogodio se u prvoj nedelji, najviše nakon sastanka na kome je FED zauzeo oprezniji stav, kao i nakon objave nešto manjih vrednosti *PMI* indeksa u Nemačkoj i SAD.

Na sastanku koji je završen 20. marta, FED je zadržao referentnu stopu u rasponu 2,25–2,50%, što je bila jednoglasna odluka predstavnika FED-a i u skladu sa očekivanjima analitičara. U saopštenju sa sastanka istaknuto je da je privreda SAD u dobrom stanju, s niskom stopom nezaposlenosti i stopom inflacije blizu cilja, ali da je rast privredne aktivnosti usporio, da se smanjila stopa inflacije u SAD, da su finansijski uslovi manje stimulatívni nego prethodne godine, kao i da usporavanje svetske privrede i nerešeni politički i trgovinski problemi predstavljaju rizik za privredu SAD. Ponovo je navedeno da će FED biti strpljiv u promenama monetarne politike, kao i da će te promene u narednom periodu zavisiti od kretanja ekonomskih pokazatelja (*data-dependent*). Objavljene su i smanjene prognoze stope rasta BDP-a i stope inflacije u SAD, kao i povećane prognoze stope nezaposlenosti. Takođe, objavljen je plan završetka normalizacije bilansa stanja, prema kome bi taj proces trebalo da bude okončan u septembru, a bilans stanja će ostati na relativno visokom nivou (oko 3,5 hiljada milijardi dolara). Počevši od maja, obim smanjenja portfolija državnih obveznica biće redukován na 15 milijardi dolara mesečno (trenutno na nivou od 30 milijardi), dok će portfolio hipotekarnih obveznica nastaviti da se smanjuje sadašnjim tempom, pri čemu je cilj da na kraju procesa bilans stanja bude sastavljen pre svega od državnih obveznica.

Prema preliminarnim podacima za mart, kompozitni *PMI* indeks u SAD iznosio je 54,3, što je ispod 55,5 zabeleženih u prethodnom mesecu. Komponenta koja se odnosi na aktivnost uslužnog sektora smanjena je na 54,8 (u februaru 56,0), dok je komponenta koja se odnosi na

proizvodni sektor smanjena na 52,5 (u februaru 53,0). Prema navodima *IHS Markit*-a, martovski podaci ukazuju na usporavanje rasta aktivnosti privrede, pre svega u proizvodnom sektoru, gde se beleži usporavanje obima proizvodnje, novih porudžbina i zaposlenosti, kao i nabavnih i prodajnih cena.

Prvi put od 2007. godine zabeležena je inverzija na delu krive prinosa državnih obveznica SAD ročnosti tri meseca i deset godina, nakon znatnog smanjenja prinosa desetogodišnjih državnih obveznica krajem prve nedelje (2,44%). Reč je o delu krive prinosa kojem FED pridaje naročitu važnost, s obzirom na to da je u prethodnim periodima nagib ovog dela krive bio dobar pokazatelj nadolazeće recesije u SAD, te je ovim dodatno podstaknuta zabrinutost oko daljeg usporavanja privrede SAD i izgleda da će FED u narednom periodu biti primoran na smanjenja referentne kamatne stope. Takođe, prinosi petogodišnjih državnih obveznica smanjili su se ispod donje granice raspona referentne kamatne stope u SAD (2,25%). Uporedo s padom prinosa državnih obveznica SAD, smanjuju se vrednosti vodećih berzanskih indeksa u SAD (vrednosti indeksa *S&P* i *Dow Jones* smanjene su za oko 2,0%, dok je vrednost indeksa *NASDAQ Composite* pala za oko 2,5%).

Prema finalnoj proceni za četvrto tromesečje 2018. godine, stopa rasta BDP-a SAD revidirana je naniže na 2,2% (sve stope su anualizovane), što je za 0,4 p.p. manje od prethodne procene i blago ispod očekivanja (2,3%), nakon 3,4%, koliko je zabeleženo u trećem tromesečju. Stopa rasta tokom cele 2018. godine iznosi 3,0%, što je najviše od 2005. godine i u skladu s ciljem koji je istakao predsednik SAD Tramp. Stopa rasta potrošnje stanovništva u poslednjem tromesečju prošle godine, koja čini oko 70% BDP-a, takođe je revidirana naniže, na 2,5% (prema prethodnoj proceni 2,8%). Takođe, naniže su revidirane stope rasta javne potrošnje (za 1,0%) i poslovnih investicija bez stambene izgradnje (za 0,8%). S druge strane, uvoz je revidiran naniže (za 0,7%), što je pozitivno uticalo na rast BDP-a. Tokom ove godine očekuje se nešto sporiji privredni rast, usled manjih podsticaja od strane fiskalne i monetarne politike, kao i verovatnog usporavanja globalnog rasta.

Stopa rasta *PCE* deflatora u SAD u januaru iznosila je -0,1% u odnosu na prethodni mesec (očekivano 0,0%; prethodno 0,1%), dok je posmatrano u odnosu na isti period prethodne godine rast *PCE* deflatora iznosio 1,4%, u skladu sa očekivanjima, posle 1,8% s kraja decembra (revidirano sa 1,7%). Bazni *PCE* indeks, koji isključuje cene hrane i energenata, i predstavlja pokazatelj inflacije kome FED pridaje naročitu važnost, porastao je za 0,1% tokom januara, što je ispod očekivanog rasta i rasta iz prethodnog meseca (0,2%), dok je u odnosu na isti mesec prethodne godine stopa rasta baznog *PCE* indeksa iznosila 1,8%, ispod očekivanih 1,9%, uz reviziju stope inflacije iz decembra naviše, sa 1,9% na 2,0%.

Značajni pokazatelji privredne aktivnosti SAD

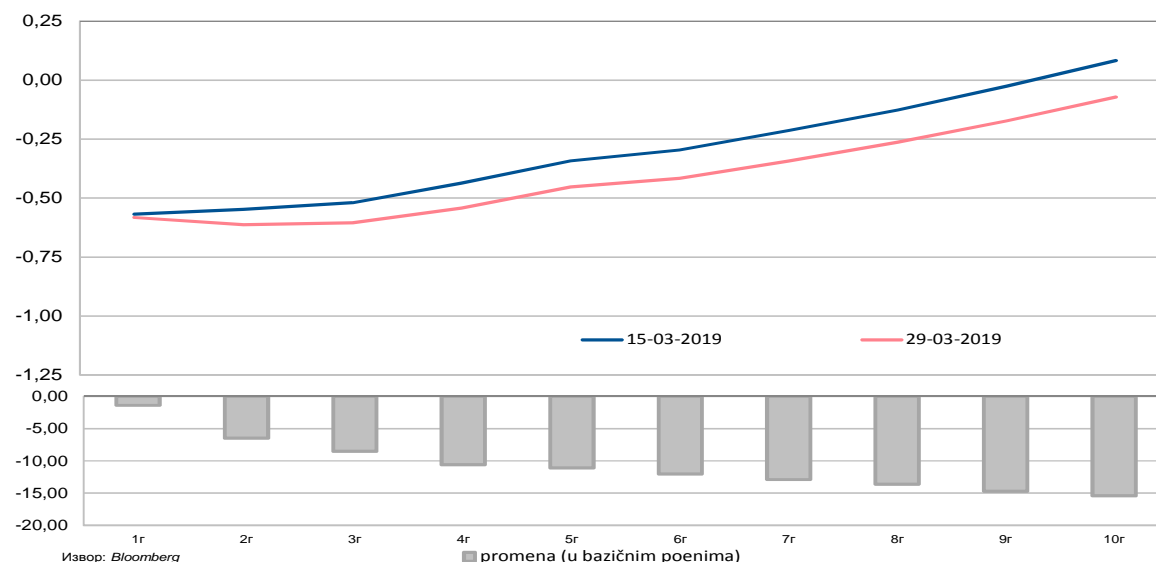
	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I <i>PMI</i> indeks proizvodnog sektora SAD (22. 3. 2019)	Mart	53,5	52,5	53
II Stopa rasta BDP-a, Q/Q, anualizovano (28. 3. 2019)	Q4 T	2,3%	2,2%	2,6%
III Stopa rasta baznog <i>PCE</i> deflatora, Y/Y (29. 3. 2019)	Jan.	1,9%	1,8%	2,0%

Izvor: *Bloomberg LP*.

2.2. Državne obveznice Nemačke

Kriva prinosa državnih obveznica Nemačke

(na dan, na godišnjem nivou, u %)



Tokom izveštajnog perioda, prinosi nemačkih državnih obveznica smanjeni su duž cele krive u odnosu na prethodni izveštajni period, pri čemu se veći pad beleži kod obveznica duže ročnosti. Prinos dvogodišnje obveznice smanjen je sa $-0,55\%$ na $-0,61\%$, dok je prinos desetogodišnje obveznice smanjen sa $0,08\%$ na $-0,07\%$. Prinosi su se smanjili nakon objave lošijih privrednih podataka za zonu evra koji ukazuju na znatne slabosti proizvodnog sektora i rast ispod potencijalne stope rasta i početkom 2019. godine, kao i nakon izjava predsednika i pojedinih članova ECB-a.

Prema istraživanju Blumberga koje je sprovedeno u periodu od 8. do 15. marta, ekonomisti očekuju rast BDP-a u zoni evra od 1,2% u 2019, 1,4% u 2020. i 1,4% u 2021. godine. U odnosu na prethodni mesec, procene za ovu godinu su smanjene za 0,1 p.p., a za narednu godinu za 0,2 p.p. Procene inflacije za zonu evra iznose 1,3% za ovu (1,4% prethodno), 1,5% za narednu godinu i 1,8% za 2021. godinu (1,6% prethodno). Očekivanja rasta stope na depozitne olakšice pomena su na treće tromesečje 2020, kada se očekuje rast sa $-0,40\%$ na $-0,25\%$ (prethodno se očekivao rast u poslednjem tromesečju ove godine).

Prema preliminarnoj proceni za mart, kompozitni *PMI* indeks zone evra iznosi 51,3 (očekivano 52,0; prethodno 51,9). Vrednost indeksa je među najnižim od 2014. godine i ukazuje na nastavak slabog privrednog rasta u zoni evra u prvom tromesečju ove godine od 0,2%. Aktivnost se usporila pre svega u proizvodnom sektoru, kao posledica pada eksterne tražnje i pada izvoza (vrednost indeksa smanjena je sa 49,3 na 47,6). Porudžbine beleže najveći pad od 2014. godine, dok sve više kompanija smanjuje zapošljavanje i moglo bi da revidira svoje investicione planove, pa bi nastavak sporijeg rasta i u drugom tromesečju dovelo u pitanje procene ECB-a prema kojima se očekuje rast BDP-a od 1,1% u 2019. godini. Komponenta indeksa koja se odnosi na usluge nije se znatnije menjala u odnosu na prethodni mesec i iznosi 52,7, najviše usled još uvek solidne domaće tražnje.

Vrednost *IFO* indeksa poslovne klime u Nemačkoj u martu raste nakon pada od šest meseci zaredom i iznosi 99,6 (prethodni mesec 98,7; očekivano 98,5). Komponenta indeksa koja se odnosi na trenutnu situaciju povećana je sa 103,6 na 103,8 (očekivano 102,9), dok je komponenta koja se odnosi na očekivanja za narednih šest meseci povećana sa 94,0 na 95,6 (očekivano 94,0). Slično *PMI* indeksu, podaci ukazuju na slabosti u oblasti proizvodnog sektora i rast u sektoru usluga. Pad u oblasti proizvodnje beleži i komponenta indeksa koja se odnosi na trenutnu situaciju i komponenta očekivanja, dok je rast u oblasti trgovine, usluga i u građevinskoj industriji pre svega posledica boljih očekivanja u narednom periodu. Solidna domaća tražnja, niske kamatne stope i slabiji evro, zajedno sa manjim globalnim neizvesnostima, utiće pozitivno na potrošnju i investicije. Ekonomista *IFO* instituta Volrabe rekao je da podaci potvrđuju procene *IFO* instituta prema kojima će rast BDP-a u Nemačkoj u 2019. godini iznositi 0,6%.

Predsednik ECB-a Mario Dragi izjavio je da je usporavanje privrednog rasta koje je počelo u 2018. godini a nastavljeno je i početkom ove godine pre svega posledica eksterne prirode, dok je domaća tražnja još uvek solidna. Zarade rastu brže u poslednja tri tromesečja, a cene još uvek ne rastu. Kompanije smanjuju svoje profitne margine usled smanjenja tražnje i straha od gubitka tržišta, dok je na inflaciju negativno uticalo i jačanje evra u poslednje dve godine. Ipak, ECB i dalje očekuje rast inflacije ka ciljanom nivou, ali kasnije u odnosu na prethodna očekivanja. Slabljenje evra u poslednje vreme, uz očekivani oporavak tražnje, trebalo bi da dovede do rasta inflacije. Reakcija ECB-a u narednom periodu zavisiće od kretanja inflacije, a u slučaju daljeg odlaganja očekivanog rasta inflacije, ECB će prilagođavati očekivanja za kamatne stope. Dragi je još rekao da ECB prati uticaj negativnih kamatnih stopa na profitabilnost banaka i da će u slučaju potrebe doneti mere za smanjenje negativnih efekata.

Član izvršnog odbora ECB-a Praet rekao je da je ECB u martu znatnije smanjila procenu inflacije tokom celog perioda, uključujući i procenu za 2021. godinu, usled sporijeg privrednog rasta, ali da ECB i dalje očekuje rast inflacije ka ciljanom nivou. Rekao je i da se kamatne stope neće povećavati dok ECB ne bude dovoljno uverena da će inflacija rasti ka cilju. Takođe, izjavio je da stručne službe u okviru ECB razmatraju model različitih kamatnih stopa na različite nivoe viškova rezervi banaka (*tiering rate*), kako bi se umanjili troškovi banaka.

Inflacija u Nemačkoj iznosila je 0,5% u martu (u skladu s rastom prethodnog meseca), odnosno 1,4% u odnosu na isti mesec prethodne godine (1,7% u februaru). Inflacija u oblasti usluga je smanjena sa 1,4% na 1,2%, usled nižih cena turističkih paketa. Usporavanje inflacije delom je posledica kasnijeg Uskrsa ove godine u odnosu na prethodnu, ali, i pored toga, podaci ukazuju na slabije inflatorne pritiske u Nemačkoj. Iako zarade rastu brže poslednjih nekoliko tromesečja, cene još uvek ne rastu.

Značajni pokazatelji privredne aktivnosti zemalja Evropske monetarne unije

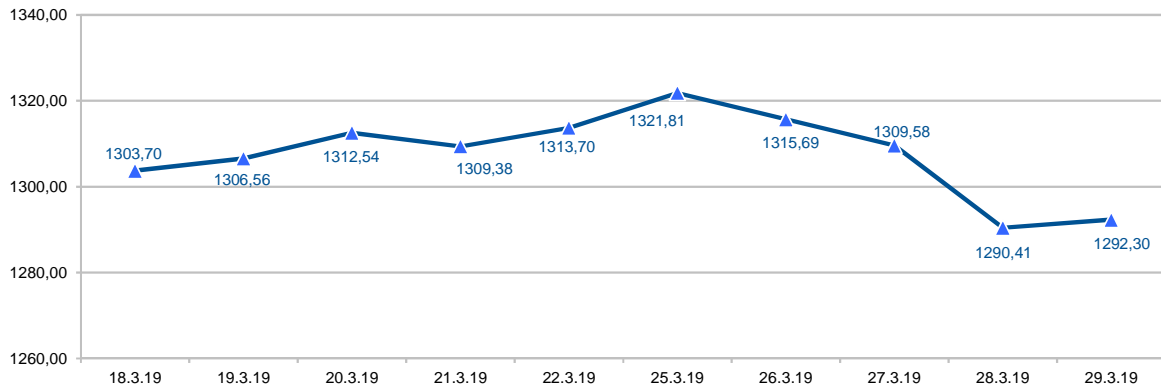
	Period	Očekivani podatak	Aktuelni podatak	Prethodni podatak
I Kompozitni <i>PMI</i> indeks u zoni evra (22. 3. 2019)	Mart	52,0	51,3	51,9
II <i>IFO</i> indeks poslovne klime u Nemačkoj (25. 3. 2019)	Mart	98,5	99,6	98,7
III Inflacija u Nemačkoj, preliminarno, g/g (28. 3. 2019)	Mart	1,6%	1,4%	1,7%

Izvor: Bloomberg LP.

3. Zlato

Zlato

(dnevni podaci, USD po unci)



Izvor: Bloomberg LP

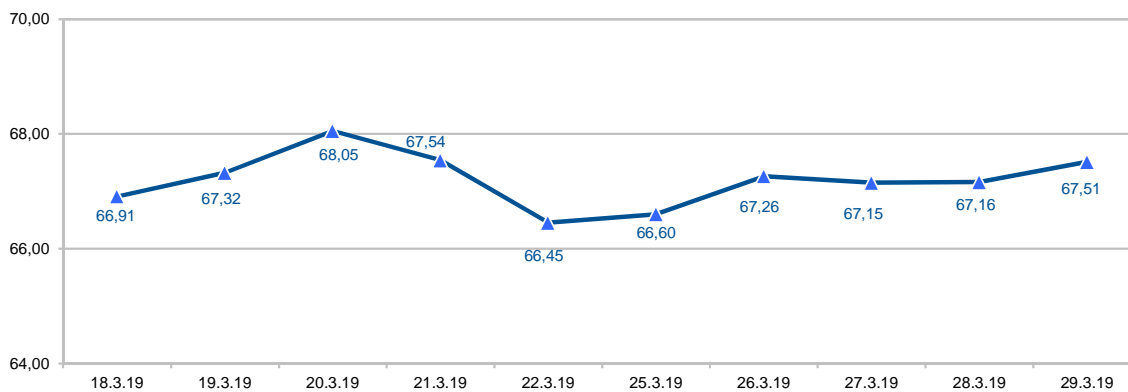
Do sredine prve nedelje, cena zlata bila je podržana slabljenjem dolara pred održavanje sastanka FED-a, a potom i nakon sastanka, na kome je zadržan postojeći raspon kamatne stope (2,25–2,50%), ali su članovi FED-a bili oprezni u svojim prognozama, pokazujući zabrinutost oko usporavanja privrednog rasta i izostanka ubrzanja inflacije, od kojih će zavistiti dalji rast kamatne stope, koji se, prema njihovim poslednjim procenama, ne očekuje u toku ove godine. Cene su dodatno porasle na kraju nedelje, posle objave slabijih vrednosti *PMI* indeksa zone evra, koje su podstakle zabrinutost oko globalnog usporavanja, negativno delujući na tražnju za aktivom koja nosi veći rizik, nasuprot pozitivnom uticaju na tražnju za zlatom. **Tokom prvog dela izveštajnog perioda, cena zlata porasla je za 0,86%.**

Nešto slabiji dolar, uz i dalje prisutne brige oko svetskog privrednog rasta, podstakao je tražnju investitora za zlatom na početku drugog dela izveštajnog perioda. Međutim, pad cene s najvišeg nivoa u poslednje tri nedelje usledio je kao posledica oporavka vrednosti dolara i poboljšanja tržišnog osećaja, uz rast prinosa usled ublažavanja briga oko moguće recesije u SAD. Jačanje dolara prema evru, posle opreznih komentara predsednika ECB-a Marija Dragija, koji je istakao da je ECB spremna na dalje odlaganje planiranih povećanja kamatne stope, u zavisnosti od projektovanog oporavka inflacije, uticao je na dalji pad cene zlata u drugom delu nedelje. **Tokom druge nedelje cena zlata smanjena je za 1,63%, odnosno za 0,78% tokom celog posmatranog perioda.**

4. Nafta

Dated Brent OIL

(dnevni podaci, USD po barelu)



Izvor: Bloomberg LP

Cena nafte u toku prvog dela izveštajnog perioda smanjena je za svega 0,08%. Rast cene obeležio je prvi deo nedelje, čemu su doprineli izgledi daljeg smanjenja svetske ponude nafte. Predstavnici organizacije *OPEC+*, na sastanku održanom tokom vikenda u Azerbejdžanu, izrazili su spremnost da produže period važenja sporazuma o smanjenju proizvodnje od 1,2 miliona barela po danu i nakon juna. Takođe, Administracija za energetske informacije SAD objavila je poslednje prognoze proizvodnje nafte u SAD, koje ukazuju na usporavanje rasta proizvodnje tokom aprila. Iako se očekuje rast proizvodnje nafte od 85.000 barela, na rekordnih 8,59 miliona barela po danu, to bi bio najmanji mesečni rast od maja 2018. godine.

Objava podataka o neočekivanom smanjenju zaliha sirove nafte u SAD za 9,8 miliona barela tokom prethodne nedelje, nasuprot očekivanom rastu od 309.000 barela, doprinela je dodatnom rastu cene sredinom nedelje, ali je on bio ograničen brigama oko usporavanja svetske privrede, usled i dalje prisutnih trgovinskih tenzija između SAD i Kine. Lošiji podaci o aktivnosti proizvodnog sektora Nemačke i SAD dodatno su podstakli brige oko mogućeg globalnog usporavanja i negativnih posledica na tražnju za naftom, vršeći pritisak na cene na kraju nedelje.

Tokom druge nedelje cena nafte raste za oko 1,60%. Rast cene je u najvećoj meri bio posledica očekivanog smanjenja ponude nafte na svetskom nivou, pod uticajem napora *OPEC*-a i drugih vodećih proizvođača nafte i smanjenja izvoza iz Irana i Venecuele usled sankcija nametnutih od strane SAD. Upravo ovi faktori uticali su na **rast cene nafte od oko 27% (sa 53,17 na 67,51 dolara po barelu) tokom prvog tromesečja, što je najveći tromesečni rast cene od sredine 2009. godine**, uprkos nizu neizvesnosti oko usporavanja svetske privrede koje su obeležile protekli period.

Izveštaj izradili:
Mina Milovanović
Darko Petronijević
Vladimir Radovanović